



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε - ΜΒΑ)

Διπλωματική Εργασία

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΗ-ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ: Η
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ
ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Αντισθένης Αναστασιάδης

Πειραιάς, 2013

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη Ε-MBA με τίτλο «ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΗ-ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ: Η ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ»

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο ΑΝΤΙΣΘΕΝΗΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ

Ημερομηνία 26/ 08/ 2013

Αφιερώνεται στην Ελένη

Περίληψη

Τίτλος: Αποτίμηση Μη-Εισηγμένης Επιχείρησης: Η Μελέτη Περίπτωσης Εξαγοράς Ελληνικής Φαρμακευτικής Εταιρείας

Σημαντικοί Όροι: Αποτίμηση, Μη εισηγμένη, Κλάδος Φαρμάκου

Η παρούσα εργασία εξετάζει το θέμα της αποτίμησης σε μια μη-εισηγμένη Ελληνική φαρμακευτική επιχείρηση, συγκρίνοντας τα θεωρητικά μοντέλα με το πραγματικό τίμημα της εξαγοράς της. Δεδομένης της τρέχουσας οικονομικής συγκυρίας, της έως τώρα χαμηλής δραστηριότητας εξαγορών και συγχωνεύσεων στη φαρμακευτική αγορά στην Ελλάδα και των ιδιαιτεροτήτων των εταιρειών (μη εισηγμένες επιχειρήσεις, δραστηριοποίηση σε ευνοϊκό περιβάλλον μέχρι το 2010 αλλά ραγδαία επιδείνωση της αγοράς έκτοτε) παρουσιάζει ενδιαφέρον η ανάλυση του πλαισίου (μοντέλο/ παράμετροι/ παραδοχές) που θα μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε αντίστοιχες αποτιμήσεις. Δεδομένου ότι αναμένεται αύξηση της συγκέντρωσης της αγοράς κάτι τέτοιο θα έχει πρακτική εφαρμογή σε μελλοντικές αποτιμήσεις με στόχο εξαγορά.

Υπάρχουν τρεις βασικές μέθοδοι αποτίμησης, οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές (DCF), η σχετική αποτίμηση, και η αποτίμηση Πιθανών Απαιτήσεων. Συνδυάζοντας το μοντέλο αποτίμησης με το περιουσιακό στοιχείο ή την εταιρεία που είναι υπό εκτίμηση είναι εξίσου σημαντικό μέρος της αποτίμησης, όπως η κατανόηση των μοντέλων και τα κατάλληλα δεδομένα εισόδου. Ενώ οι βασικές αρχές παραμένουν οι ίδιες, υπάρχουν διαφορές στον τρόπο που γίνεται η αποτίμηση ιδιωτικών επιχειρήσεων, που περιλαμβάνουν τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου, εκπτώσεις για την έλλειψη δυνατότητας ρευστοποίησης και θέματα ελέγχου. Οι εξαγορές μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές και εμφανίζονται για διαφορετικούς λόγους. Επίσης μπορούν να ταξινομηθούν, με βάση το τι συμβαίνει στην εταιρεία-στόχο μετά την εξαγορά. Υπάρχουν τέσσερα βήματα στην ανάλυση των εξαγορών που περιλαμβάνουν τη διευκρίνιση των λόγων για την εξαγορά, την επιλογή μιας επιχείρησης στόχου, την εκτίμηση της επιχείρησης-στόχου, και τον μηχανισμό της εξαγοράς.

Καθώς η ανάλυση του κλάδου και του ανταγωνισμού μαζί με μια ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων αποτελούν τη βάση για την πρόβλεψη της επίδοσης της επιχείρησης, επιχειρείται μια ανάλυση του κλάδου φαρμάκου στην Ελλάδα και μια παρουσίαση και ανάλυση της υπό εξέταση εταιρείας (Specifar). Ο φαρμακευτικός κλάδος αποτελεί έναν εκ των σημαντικότερων κλάδων της Ελληνικής Οικονομίας και

στην ελληνική αγορά φαρμάκου δραστηριοποιείται ήδη μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων με μακρόχρονη και ισχυρή παρουσία και δυναμική. Η Specifar ιδρύθηκε το 1933 και έχει ως κύριες δραστηριότητες την παραγωγή φαρμάκων και παραφαρμακευτικών προϊόντων, τις αποκλειστικές εισαγωγές και το χονδρικό εμπόριο φαρμάκων. Η εταιρεία εξαγοράστηκε τον Μάιο του 2011 από τη Watson (πλέον Actavis), μια πολυεθνική εταιρεία γενοσήμων, έναντι € 400 εκ.

Για την θεωρητική αποτίμηση της Specifar χρησιμοποιείται ένα μοντέλο DCF, δύο σταδίων, που έχει ως βάση τις ταμειακές ροές προς την επιχείρηση. Από την εφαρμογή του μοντέλου η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης προκύπτει € 201.2 εκ. Επίσης, εφαρμόζοντας τη μέθοδο των πολλαπλασίων η αξία της επιχείρησης που προκύπτει είναι, βάσει των κερδών € 430 εκ. - € 384 εκ., και βάσει της λογιστικής αξίας € 243.6 εκ. - € 198.9 εκ. Από τα παραπάνω φαίνεται ότι μόνο η μέθοδος αποτίμησης χρησιμοποιώντας το πολλαπλάσιο P/E προσεγγίζει το τίμημα της εξαγοράς ενώ οι μέθοδοι με τα πολλαπλάσια P/Bv και το μοντέλο DCF δίνουν μια αρκετά χαμηλότερη αξία. Σε κάθε περίπτωση, η αποτίμηση που έγινε με το μοντέλο DCF είναι μόνο μια “stand alone” αποτίμηση της Specifar που δεν λαμβάνει υπόψη καθόλου τις συνέργιες που ανακοινώθηκε ότι αναμένονται. Τέλος, προτείνονται αντικείμενα για περαιτέρω έρευνα όπως οι συνέργιες από την εξαγορά και η εκτίμησή τους και η δημιουργία ενός μοντέλου αποτίμησης πιθανών απαιτήσεων για την εκτίμηση της αξίας της γενόσημης εσομπεπραζόλης και η σύγκριση του θεωρητικού αποτελέσματος με το δημοσιευμένο, μέγιστο τίμημα των € 40 εκ.

Κατάσταση Διαγραμμάτων

	Τίτλος	Σελίδα
Διάγραμμα 1.1	Εξοφλήσεις σε δικαιώματα αγοράς και πώλησης	13
Διάγραμμα 1.2	Οι επιλογές στα μοντέλα αποτίμησης	17
Διάγραμμα 1.3	Αλγόριθμος Επιλογής Μοντέλου Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών	24
Διάγραμμα 3.1	Κατηγοριοποίηση Εξαγορών	48
Διάγραμμα 3.2	Κατανομή των συστατικών της τιμής Εξαγοράς	49

Κατάσταση Πινάκων

	Τίτλος	Σελίδα
Πίνακας 2.1	Εκτίμηση Δεδομένων Εισόδου για Αποτίμηση: Κίνητρα Αποτίμησης	43
Πίνακας 3.1	Δομή Διαδικασίας Εξαγοράς με Πλειστηριασμό	67
Πίνακας 4.1	Βασικά στοιχεία αγοράς φαρμάκου	76
Πίνακας 4.2	Ανάλυση αριθμοδεικτών της εταιρείας Specifar για την περίοδο 2008-11	85
Πίνακας 5.1	Τιμές παραμέτρων μοντέλου DCF	89
Πίνακας 6.1	Συνοπτικά αποτελέσματα αποτίμησης και πραγματικό τίμημα	92

Περιεχόμενα

Περίληψη.....	iv
Κατάσταση Διαγραμμάτων	vi
Κατάσταση Πινάκων.....	vi
Περιεχόμενα	vii
Κεφάλαιο 1: Μοντέλα Αποτίμησης Επιχειρήσεων	1
1.1 Εισαγωγή	1
1.2 Αποτίμηση Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (DCF)	3
1.2.1 Κατηγοριοποίηση Μοντέλων Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.....	4
1.2.2 Εφαρμογή και Περιορισμοί της DCF Αποτίμησης.....	6
1.3 Σχετική Αποτίμηση	9
1.3.1 Κατηγοριοποίηση Μοντέλων Σχετικής Αποτίμησης.....	10
1.3.2 Εφαρμογή των πολλαπλασίων και περιορισμοί	11
1.4 Αποτίμηση Πιθανών Απαιτήσεων	12
1.4.1 Κατηγοριοποίηση των υποδειγμάτων Αποτίμησης Πιθανών Απαιτήσεων ...	13
1.4.2 Εφαρμογή και Περιορισμοί των υποδειγμάτων Αποτίμησης Πιθανών Απαιτήσεων.....	14
1.5 Οι επιλογές στα μοντέλα αποτίμησης	15
1.5.1 Παράμετροι επιλογής Μεθόδου Αποτίμησης.....	17
1.6 Η επιλογή του κατάλληλου προτύπου προεξοφλημένων ταμειακών ροών.....	20
1.6.1 Η επιλογή μιας από τις ταμειακές ροές για την προεξόφληση	20
1.6.2 Η χρησιμοποίηση Τρεχόντων ή Εξομαλυμένων κερδών	21
1.6.3 Σχέδια Ανάπτυξης.....	22
1.7 Η επιλογή του κατάλληλου μοντέλου Σχετικής Αποτίμησης	24
1.7.1 Επιλογή κατάλληλου Πολλαπλασίου.....	24
1.7.2 Αποτίμηση Αγοράς ή Κλάδου	26
1.8 Η επιλογή για τη χρήση μοντέλων Πιθανών Απαιτήσεων.....	26
1.9 Συμπεράσματα	27
1.10 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου.....	28
Κεφάλαιο 2. Αποτίμηση μη-εισηγμένης επιχείρησης.....	29
2.1 Εισαγωγή	29
2.2 Διαφορές στην Αποτίμηση μη-εισηγμένων.....	29
2.3 Εκτίμηση Παραμέτρων Μοντέλου Αποτίμησης	30

2.3.1 Συντελεστής Προεξόφλησης	31
2.3.2 Ταμειακές Ροές	36
2.3.3 Ανάπτυξη	38
2.3.4 Εκπτώσεις λόγω έλλειψης δυνατότητας ρευστοποίησης	40
2.3.5 Κίνητρα Αποτίμησης και Εκτιμήσεις αξίας	42
2.4 Θέματα Ελέγχου	44
2.5 Συμπέρασμα	44
2.6 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου	45
Κεφάλαιο 3. Εισαγωγή στις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις	46
3.1 Εισαγωγή	46
3.2 Κατηγοριοποίηση Εξαγορών	47
3.3 Η διεργασία της Εξαγοράς	49
3.3.1 Η ανάπτυξη μιας στρατηγικής για Εξαγορές	49
3.3.2 Επιλέγοντας μια εταιρεία-στόχο	53
3.3.3 Η αποτίμηση της Εταιρείας – Στόχου	55
3.3.4 Διάρθρωση της Απόκτησης	60
3.4 Διαχείριση Διαδικασίας Εξαγοράς και Συγχώνευσης	63
3.4.1 Εξαγορά με διαδικασία δημοπρασίας	65
3.4.2 Εξαγορά με Διαδικασία Διαπραγμάτευσης	68
3.5 Εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τις επιπτώσεις των εξαγορών στην Αξία	70
3.6 Συμπεράσματα	72
3.7 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου	73
Κεφάλαιο 4. Ερευνητικό Πεδίο: Ο κλάδος Φαρμάκου και η εταιρεία Specifar	75
4.1 Εισαγωγή	75
4.2 Η φαρμακευτική αγορά στην Ελλάδα	76
4.3 Ανάλυση κατά Porter του κλάδου φαρμάκου στην Ελλάδα	81
4.4 Ανάλυση της εταιρείας Specifar	83
4.4.1 Γενικά	83
4.4.2 Ανάλυση Αριθμοδεικτών	84
4.4.3 Εξαγορά από τη Watson	85
4.5 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου	86
Κεφάλαιο 5: Εφαρμογή Θεωρητικού Μοντέλου Αποτίμησης για τη Specifar	87
5.1 Εισαγωγή	87
5.2 Αποτίμηση Specifar βάσει μοντέλου DCF	87

5.3 Αποτίμηση Specificar βάσει πολλαπλασίων.....	89
5.4 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου.....	90
Κεφάλαιο 6. Συμπεράσματα και Προτάσεις	92
6.1 Σύγκριση Αποτελεσμάτων Θεωρητικού Μοντέλου και Πραγματικού Τιμήματος Εξαγοράς	92
6.2 Περιορισμοί Έρευνας.....	93
6.3 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα	94
6.4 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου.....	95
Βιβλιογραφία	96
Παράρτημα 1	98
Παράρτημα 2.....	99
Παράρτημα 3.....	100
Παράρτημα 4.....	103

Κεφάλαιο 1: Μοντέλα Αποτίμησης Επιχειρήσεων

1.1 Εισαγωγή

Η Αξία είναι η καθοριστική διάσταση της μέτρησης σε μια οικονομία της αγοράς. Πράγματι, σε μια οικονομία της αγοράς, η ικανότητα μιας εταιρείας για τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους της και το ποσό της αξίας που δημιουργεί είναι τα κύρια μέτρα με τα οποία κρίνεται. Η Αξία έχει σχέση με όλους, γιατί οι εταιρείες που μεγιστοποιούν την αξία για τους μετόχους τους σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, επίσης, δημιουργούν περισσότερες θέσεις απασχόλησης, αμείβουν καλύτερα τους υπαλλήλους τους, δίνουν στους πελάτες τους μεγαλύτερη ικανοποίηση, και δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στην εταιρική υπευθυνότητα από ό, τι οι πιο κοντόφθαλμοι αντίπαλοί τους. Για τους λόγους αυτούς, η γνώση για το πώς οι εταιρείες δημιουργούν αξία και ο τρόπος μέτρησης αξίας είναι ζωτικής σημασίας σε μια οικονομία της αγοράς (Koller et al., 2010, σελ. 3).

Σε απάντηση στην οικονομική κρίση που εκτυλίσσεται από το 2007, όταν κατέρρευσε η στεγαστική αγορά των ΗΠΑ, αρκετοί έχουν υποστηρίξει ότι οι ιδέες μας για την οικονομία της αγοράς πρέπει να αλλάξουν ριζικά, εάν θέλουμε να αποφύγουμε παρόμοιες κρίσεις στο μέλλον. Πιο αυστηρό κανονιστικό περιβάλλον και μια νέα προσέγγιση της οικονομικής θεωρίας δύσκολα, από μόνα τους, θα αποτρέψουν μελλοντικές “φούσκες” ή κρίσεις. Ο λόγος είναι ότι οι προηγούμενες έχουν συμβεί σε μεγάλο βαθμό όταν οι εταιρείες, οι επενδυτές και οι κυβερνήσεις ξέχασαν πώς οι επενδύσεις δημιουργούν αξία, ή/ και τον σωστό τρόπο μέτρησης αυτής της αξίας. Το αποτέλεσμα υπήρξε σύγχυση σχετικά με τις επενδύσεις που δημιουργούν πραγματική αξία – μια σύγχυση που εξακολουθεί να υφίσταται μέχρι οι επενδύσεις που καταστρέφουν αξία να προκαλέσουν μια κρίση. Ως εκ τούτου, η μάθηση εκ νέου του τρόπου δημιουργίας και του μέτρου της είναι ένα ουσιαστικό βήμα προς τη δημιουργία πιο ασφαλούς οικονομίας και υπεράσπισης των εαυτών μας έναντι μελλοντικών κρίσεων (Koller et al., ό.π., σελ. 3).

Γενικά, μια διαδικασία αποτίμησης περιλαμβάνει τα παρακάτω πέντε βήματα (Pinto et al., 2010, σελ. 7):

- Κατανόηση της επιχείρησης: Ανάλυση του κλάδου και του ανταγωνισμού μαζί με μια ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων αποτελούν τη βάση για την πρόβλεψη της επίδοσης της επιχείρησης

- Πρόβλεψη της επίδοσης της επιχείρησης: Οι προβλέψεις των πωλήσεων, κερδών, μερισμάτων και χρηματοοικονομικής θέσης αποτελούν τα δεδομένα των περισσότερων μοντέλων αποτίμησης
- Επιλογή του κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης
- Μετατροπή των προβλέψεων σε αποτίμηση: Χρησιμοποίηση κρίσης πέραν της απλής μηχανιστικής προσέγγισης
- Εφαρμογή των συμπερασμάτων της αποτίμησης, ανάλογα με τον αρχικό στόχο.

Οι αναλυτές χρησιμοποιούν ένα ευρύ φάσμα μοντέλων αποτίμησης της αξίας, που κυμαίνονται από απλά σε περίπλοκα. Τα μοντέλα αυτά χρησιμοποιούν διαφορετικές υποθέσεις σχετικά με την αποτίμηση, αλλά μοιράζονται και ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά και μπορούν να ταξινομηθούν σε ευρύτερους όρους. Σε γενικές γραμμές, υπάρχουν τρεις μέθοδοι αποτίμησης. Η πρώτη, Αποτίμηση Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών, αφορά στην αξία ενός περιουσιακού στοιχείου με βάση την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών για το περιουσιακό στοιχείο. Η δεύτερη, η Σχετική Αποτίμηση, εκτιμά την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου από την εξέταση των τιμών “συγκρίσιμων” περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με μια κοινή μεταβλητή, όπως αποδοχές, ταμειακές ροές, λογιστική αξία ή πωλήσεις. Η τρίτη μέθοδος, Αποτίμηση Πιθανών Απαιτήσεων, χρησιμοποιεί μοντέλα δικαιωμάτων προαίρεσης για τη μέτρηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων με χαρακτηριστικά δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών. Μερικά από αυτά τα περιουσιακά στοιχεία αποτελούν εμπορεύσιμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και κάποια δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και βασίζονται σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία – με παραδείγματα τα σχέδια, τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας και τα αποθέματα πετρελαίου. Τα τελευταία συχνά αποκαλούνται “Real Options”. Σε μια αποτίμηση, μπορεί να υπάρχουν σημαντικές διαφορές όσον αφορά τα αποτελέσματα, ανάλογα με την προσέγγιση που χρησιμοποιείται (Damodaran, 2002, σελ. 16). Στο παρών κεφάλαιο γίνεται μια ανασκόπηση και περιγραφή των διαθέσιμων μοντέλων αποτίμησης και παρέχεται μια μεθοδολογία επιλογής του κατάλληλου μοντέλου για την κάθε περίπτωση αποτίμησης.

Στη βιβλιογραφία (Fernandez, 2007) αναφέρονται και άλλες μέθοδοι αποτίμησης, όπως πχ. αποτίμηση βάσει ισολογισμού που χρησιμοποιεί τη λογιστική αξία ή την αξία ρευστοποίησης και αποτίμηση βάσει της υπεραξίας, καθώς και μέθοδοι εστιασμένοι σε επιχειρήσεις ενός κλάδου (τραπεζικού) (Dermine, 2008). Οι μέθοδοι αυτοί δεν θα αναπτυχθούν περαιτέρω.

1.2 Αποτίμηση Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (DCF)

Ενώ η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι μία από τις τρεις μεθόδους προσέγγισης αποτίμησης και οι περισσότερες αποτιμήσεις που γίνονται στον πραγματικό κόσμο είναι οι σχετικές αποτιμήσεις, υποστηρίζεται ότι είναι το θεμέλιο πάνω στο οποίο χτίζονται όλες οι άλλες προσεγγίσεις αποτίμησης (Damodaran, ό.π., σελ. 16). Για να γίνει σχετική αποτίμηση σωστά, πρέπει να χρησιμοποιηθούν οι βασικές αρχές της αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Για να εφαρμοστούν τα μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης, συχνά πρέπει να προηγηθεί μια εκτίμηση της προεξοφλημένης αξίας των ταμειακών ροών. Η προσέγγιση αυτή έχει τις βάσεις της στον κανόνα της παρούσας αξίας, όπου η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών που το στοιχείο δημιουργεί (Damodaran, ό.π., σελ. 17).

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

όπου,

n = Χρήσιμη ζωή του περιουσιακού στοιχείου

CF_t = Χρηματοροή στην περίοδο t

r = Συντελεστής προεξόφλησης που αντανακλά τον κίνδυνο των εκτιμώμενων χρηματοροών

Οι ταμειακές ροές θα διαφέρουν από περιουσιακό στοιχείο σε περιουσιακό στοιχείο - τα μερίσματα για τις μετοχές, τα κουπόνια (τόκοι) και η ονομαστική αξία για τα ομόλογα και οι μετά φόρων ταμειακές ροές για ένα πραγματικό έργο. Το προεξοφλητικό επιτόκιο θα είναι συνάρτηση της επικινδυνότητας των εκτιμώμενων ταμειακών ροών, με υψηλότερα ποσοστά για πιο ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία και τα χαμηλότερα ποσοστά για ασφαλέστερα έργα. Η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών μπορεί να αποτυπωθεί σε ένα συνεχές: Στο ένα άκρο του φάσματος, υπάρχει το ομόλογο μηδενικού τοκομεριδίου, με μια εγγυημένη ροή μετρητών στο μέλλον. Εάν ληφθεί υπόψη αυτή η ταμειακή ροή, με συντελεστή προεξόφλησης που εκφράζει το μηδενικό κίνδυνο, θα πρέπει να αποφέρει την αξία του ομολόγου. Λίγο πιο πάνω στο φάσμα βρίσκονται τα εταιρικά ομόλογα, όπου οι ταμειακές ροές λαμβάνουν τη μορφή κουπονιών και υπάρχει κίνδυνος αθέτησης. Τα ομόλογα αυτά μπορούν να αποτιμώνται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές με επιτόκιο που αντανακλά τον κίνδυνο αθέτησης. Κινούμενοι πάνω στη σκάλα κινδύνου, υπάρχουν οι μετοχές, όπου υπάρχουν αναμενόμενες ταμειακές ροές με σημαντική αβεβαιότητα γύρω από την

προσδοκία πληρωμής. Η τιμή εδώ θα πρέπει να είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών κατά ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που αντανακλά την (αυξημένη) αβεβαιότητα.

1.2.1 Κατηγοριοποίηση Μοντέλων Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

I. Αποτίμηση Ιδίων Κεφαλαίων, Αποτίμηση Εταιρείας και Αποτίμηση Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας

Υπάρχουν τρεις τρόποι αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών - ο πρώτος είναι η αξία μόνο των ιδίων κεφαλαίων στην επιχείρηση, η δεύτερη είναι η αξία του συνόλου της εταιρείας, η οποία περιλαμβάνει, εκτός από ίδια κεφάλαια, και τις άλλες αξιώσεις στην επιχείρηση (κατόχους ομολόγων, προτίμηση σε μετόχους, κ.λπ.) και η τρίτη είναι η αποτίμηση της επιχείρησης σε τμήματα, ξεκινώντας με τις λειτουργίες της και προσθέτοντας τις επιπτώσεις στην αξία του χρέους και άλλων μη μετοχικών αξιώσεων. Ενώ και οι τρεις προσεγγίσεις προεξοφλούν ταμειακές ροές, οι σχετικές ταμειακές ροές και τα προεξοφλητικά επιτόκια είναι διαφορετικές κάτω από την κάθε μια.

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων λαμβάνεται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια, δηλαδή, τις υπόλοιπες ταμειακές ροές μετά από όλα τα έξοδα, τις ανάγκες επανεπένδυσης, τις φορολογικές υποχρεώσεις και τις καθαρές πληρωμές δανείων (τόκοι, καταβολές κεφαλαίου και νέα έκδοση χρέους), με το κόστος του κεφαλαίου, δηλαδή, το ποσοστό απόδοσης που απαιτείται από τους επενδυτές κοινών μετοχών της εταιρείας (Damodaran, ό.π., σελ. 18).

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Equity}_t}{(1+k_e)^t}$$

όπου,

CF to Equity(t) = Αναμενόμενη Χρηματοροή στην περίοδο t

k_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity)

Η αξία της επιχείρησης λαμβάνεται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές για την επιχείρηση, δηλαδή, τις υπόλοιπες ταμειακές ροές μετά τη συνάντηση όλων των λειτουργικών δαπανών, των αναγκών επανεπένδυση και των φόρων, αλλά πριν

από οποιαδήποτε πληρωμή είτε χρέους ή σε κατόχους μετοχών, στο μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου, το οποίο είναι το κόστος των διαφόρων συνιστωσών της χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται από την επιχείρηση, σταθμισμένη με αναλογίες αγοραία αξία τους (Damodaran, ό.π., σελ. 19).

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1+WACC)^t}$$

όπου,

CF to Firm(t) = Αναμενόμενη Χρηματοροή στην περίοδο t

WACC = Μέσο Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital)

Η αξία της επιχείρησης μπορεί επίσης να υπολογιστεί με την αποτίμηση κάθε απαίτησης από την εταιρεία ξεχωριστά. Σε αυτή την προσέγγιση, η οποία ονομάζεται προσαρμοσμένη παρούσα αξία, ξεκινάμε από την αποτίμηση των κοινών μετοχών της εταιρείας, αν υποθεθεί ότι είχε χρηματοδοτηθεί μόνο με ίδια κεφάλαια. Εμείς τότε θα εξετάσουμε την προστιθέμενη αξία (ή αφαιρεθεί) από το χρέος με την εξέταση της παρούσας αξίας των φορολογικών πλεονεκτημάτων που απορρέουν από το χρέος και το αναμενόμενο κόστος πτώχευση (Damodaran, ό.π., σελ. 19).

Value of firm = Value of all-equity financed firm + PV of tax benefits + Expected Bankruptcy Costs

Στην πραγματικότητα, αυτή η προσέγγιση μπορεί να γενικευτεί για να επιτρέψει σε διαφορετικές ταμειακές ροές για την επιχείρηση να προεξοφλούνται με διαφορετικούς ρυθμούς, λόγω επικινδυνότητας τους.

Ενώ και οι τρεις προσεγγίσεις χρησιμοποιούν διαφορετικούς ορισμούς των ταμειακών ροών και των συντελεστών προεξόφλησης, μπορούν να οδηγήσουν σε ίδιες εκτιμήσεις της αξίας, αρκεί να χρησιμοποιηθούν οι ίδιες υποθέσεις. Αποτελεί λάθος να μην είναι αντιστοιχισμένες οι ταμειακές ροές και τα προεξοφλητικά επιτόκια, αφού προεξόφληση ταμειακών ροών στα ίδια κεφάλαια στο κόστος του κεφαλαίου θα οδηγήσει σε μια μεροληπτική προς τα πάνω, εκτίμηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων, ενώ προεξόφληση ταμειακών ροών για την επιχείρηση στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων, θα αποφέρει μια προς τα κάτω μεροληπτική εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης.

II. Μοντέλα Συνολικών Χρηματοροών vs. Μοντέλα Υπερβάλλοντων Χρηματοροών

Τα συμβατικά μοντέλα προεξοφλημένων ταμειακών ροών αποτιμούν ένα περιουσιακό στοιχείο υπολογίζοντας την παρούσα αξία όλων των ταμειακών ροών που δημιουργεί το στοιχείο με τον κατάλληλο συντελεστή προεξόφλησης. Στα μοντέλα υπερβάλλοντων αποδόσεων (και υπερβάλλοντων ταμειακών ροών), μόνο οι ταμειακές ροές που υπερβαίνουν τις επιθυμητές αποδόσεις θεωρούνται ότι δημιουργούν αξία, και η παρούσα αξία αυτών των ροών προστίθεται στο αρχικό ποσό της επένδυσης για την αποτίμηση του στοιχείου.

Στη βιβλιογραφία (Fernandez, 2002) αναφέρονται συνολικά δέκα διαφορετικές μέθοδοι αποτίμησης χρησιμοποιώντας τις προεξοφλημένες χρηματοροές, οι οποίες όμως φτάνουν στο ίδιο συμπέρασμα.

1.2.2 Εφαρμογή και Περιορισμοί της DCF Αποτίμησης

Η DCF αποτίμηση βασίζεται σε αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές και σε προεξοφλητικά επιτόκια. Με δεδομένες αυτές τις απαιτήσεις για πληροφορίες, αυτή η προσέγγιση είναι πιο εύκολη στη χρήση για τις επιχειρήσεις, των οποίων οι ταμειακές ροές είναι θετικές και σήμερα μπορούν να εκτιμηθούν με κάποια αξιοπιστία για τις μελλοντικές περιόδους, και όπου μια εκτίμηση για τον κίνδυνο που να μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό προεξοφλητικών επιτοκίων είναι διαθέσιμη. Η ακόλουθη λίστα περιέχει ορισμένα σενάρια όπου τα μοντέλα DCF αποτίμησης μπορεί να αντιμετωπίζουν πρόβλημα και πρέπει να προσαρμοστούν (Damodaran, ό.π., σελ. 22).

(1) Επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν προβλήματα: σε μια εταιρεία που έχει γενικά αρνητικά κέρδη και ταμειακές ροές και αναμένει να χάνει χρήματα για κάποιο χρονικό διάστημα στο μέλλον. Για τις εταιρείες αυτές, εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι δύσκολο να γίνει, δεδομένου ότι υπάρχει μια ισχυρή πιθανότητα πτώχευσης. Για τις επιχειρήσεις οι οποίες αναμένεται να πτωχεύσουν, η DCF αποτίμηση δεν λειτουργεί πολύ καλά, αφού αποτιμά την αξία της επιχείρησης ως παροχή θετικών ταμειακών ροών για τους επενδυτές της. Ακόμη και για τις επιχειρήσεις που αναμένεται να επιβιώσουν, οι ταμειακές ροές θα πρέπει να υπολογίζονται μέχρι να γίνουν θετικές, αφού η παρούσα αξία των αρνητικών ταμειακών ροών θα αποφέρει μια αρνητική τιμή για τις μετοχές ή την επιχείρηση.

(2) Κυκλικές επιχειρήσεις: Τα κέρδη και οι ταμειακές ροές σε κυκλικές επιχειρήσεις τείνουν να ακολουθούν την οικονομία - αυξάνεται κατά τη διάρκεια οικονομικής ανάπτυξης και πτώση κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Αν σε αυτές τις επιχειρήσεις

χρησιμοποιηθεί αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών, οι προβλεπόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές συνήθως εξομαλύνονται, εκτός εάν προβλεφθεί ο χρόνος και η διάρκεια της οικονομικής ύφεσης και της ανάκαμψης. Πολλές κυκλικές επιχειρήσεις, στα βάθη της ύφεσης, μοιάζουν με προβληματικές επιχειρήσεις, με αρνητικά κέρδη και ταμειακές ροές. Εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών, στη συνέχεια, σχετίζεται με το πόσο η οικονομία θα ανακάμψει και πόσο ισχυρή η ανάκαμψη θα είναι. Αυτό είναι αναπόφευκτο, αλλά και οι οικονομικές προκαταλήψεις των αναλυτών πρέπει να ληφθούν υπόψη πριν από τη χρήση αυτών των εκτιμήσεων.

(3) Επιχειρήσεις με αναξιοποίητα περιουσιακά στοιχεία: Η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών αντικατοπτρίζει την αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων που παράγουν ταμειακές ροές. Εάν μια επιχείρηση έχει περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι αναξιοποίητα (και ως εκ τούτου δεν παράγουν ταμειακές ροές), η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων δεν θα πρέπει να αντανakλάται στην τιμή που λαμβάνεται από την προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών. Η ίδια προειδοποίηση ισχύει, σε μικρότερο βαθμό, όταν υπο-χρησιμοποιούνται στοιχεία του ενεργητικού, δεδομένου ότι η αξία τους θα πρέπει να υποτιμηθεί κατά την αποτίμηση. Το πρόβλημα δεν είναι ανυπέρβλητο καθώς η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων μπορεί πάντα να αποκτηθεί από εξωτερικές πηγές, και να προστεθεί στην αξία που λαμβάνεται από τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές. Εναλλακτικά, τα στοιχεία του ενεργητικού μπορεί να αποτιμηθούν υπό την προϋπόθεση ότι χρησιμοποιούνται βέλτιστα.

(4) Οι επιχειρήσεις με διπλώματα ευρεσιτεχνίας ή δικαιώματα προϊόντων: Οι επιχειρήσεις συχνά έχουν αχρησιμοποίητα διπλώματα ευρεσιτεχνίας ή άδειες που δεν παράγουν τρέχουσες ταμειακές ροές και δεν αναμένεται να παράγουν ταμειακές ροές στο άμεσο μέλλον, αλλά, παρ' όλα αυτά, είναι πολύτιμες. Αν συμβαίνει αυτό, η αξία που λαμβάνεται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές για την επιχείρηση θα υποτιμά την πραγματική αξία της επιχείρησης. Και πάλι, το πρόβλημα μπορεί να ξεπεραστεί, με την αποτίμηση αυτών των περιουσιακών στοιχείων στην ανοικτή αγορά είτε με τη χρήση μοντέλων αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης και, στη συνέχεια προσθέτοντας την τιμή που λαμβάνεται από την προεξοφλημένη αξία των ταμειακών ροών.

(5) Οι επιχειρήσεις στη διαδικασία της αναδιάρθρωσης: Επιχειρήσεις στη διαδικασία της αναδιάρθρωσης συχνά πωλούν κάποια από τα περιουσιακά τους στοιχεία, αποκτούν άλλα περιουσιακά στοιχεία, και αλλάζει τη δομή του κεφαλαίου τους και η μερισματική πολιτική. Σε μερικές από αυτές επίσης αλλάζει το ιδιοκτησιακό καθεστώς τους (από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο σε καθεστώς ιδιωτικών) και η διαχείριση υποχρεώσεων αποζημίωσης. Κάθε μία από αυτές τις αλλαγές κάνει την εκτίμηση των

μελλοντικών ταμειακών ροών πιο δύσκολη και επηρεάζει την επικινδυνότητα της επιχείρησης. Χρησιμοποιώντας τα ιστορικά δεδομένα για τις επιχειρήσεις αυτές μπορεί να δοθεί μια παραπλανητική εικόνα της αξίας της επιχείρησης. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις αυτές μπορούν να αποτιμηθούν, ακόμη και υπό το φως των σημαντικών μεταβολών των επενδύσεων και την πολιτική χρηματοδότησης, αν στο μέλλον οι ταμειακές ροές αντικατοπτρίζουν τις αναμενόμενες επιπτώσεις των αλλαγών αυτών και το προεξοφλητικό επιτόκιο προσαρμόζεται για να αντανakλά το νέο επιχειρηματικό και οικονομικό κίνδυνο της επιχείρησης.

(6) Οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε εξαγορές: Υπάρχουν τουλάχιστον δύο συγκεκριμένα θέματα που σχετίζονται με τις εξαγορές που πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά τη χρήση μοντέλων αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών για τις επιχειρήσεις-στόχους. Το πρώτο είναι το αν υπάρχει συνέργεια στη συγχώνευση και αν η αξία της μπορεί να εκτιμηθεί. Αυτό μπορεί να γίνει, αν και απαιτεί παραδοχές σχετικά με τη μορφή της συνέργειας και την επίδρασή της στις ταμειακές ροές. Το δεύτερο, ειδικά σε εχθρικές εξαγορές, είναι το αποτέλεσμα της αλλαγής διαχείρισης σε ταμειακές ροές και κίνδυνο. Και πάλι, η επίδραση της αλλαγής μπορεί και πρέπει να ενσωματωθεί στις εκτιμήσεις των μελλοντικών ταμειακών ροών και των προεξοφλητικών επιτοκίων και επομένως στην αξία.

(7) Ιδιωτικές επιχειρήσεις: Το μεγαλύτερο πρόβλημα στη χρήση των μοντέλων αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις είναι η μέτρηση του κινδύνου (για χρήση κατά την εκτίμηση των προεξοφλητικών επιτοκίων), δεδομένου ότι τα περισσότερα μοντέλα κινδύνου/ απόδοσης απαιτούν οι παράμετροι κινδύνου να εκτιμηθούν με βάση ιστορικές τιμές της περιουσιακών στοιχείων που αναλύονται. Επειδή δεν είναι εισηγμένοι οι τίτλοι σε ιδιωτικές επιχειρήσεις, αυτό δεν είναι δυνατό. Μια λύση είναι να εξετάσουμε το βαθμό επικινδυνότητας σε συγκρίσιμες επιχειρήσεις, οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η άλλη είναι να συνδεθεί το μέτρο του κινδύνου με λογιστικές μεταβλητές, οι οποίες είναι διαθέσιμες για την ιδιωτική εταιρεία.

Το θέμα δεν είναι ότι η αποτίμηση με προεξόφληση ταμειακών ροών δεν μπορεί να γίνει σε αυτές τις περιπτώσεις, αλλά ότι πρέπει να είμαστε αρκετά ευέλικτοι για την αντιμετώπισή τους. Το γεγονός είναι ότι η αποτίμηση είναι απλή για τις επιχειρήσεις με σαφώς καθορισμένες περιουσιακά στοιχεία που παράγουν ταμειακή ροή που μπορεί εύκολα να προβλεφθεί. Η πραγματική πρόκληση στην αποτίμηση είναι η επέκταση του πλαισίου αξιολόγησης για την κάλυψη των επιχειρήσεων που διαφέρουν σε κάποιο βαθμό ή το άλλο από αυτή την εξιδανικευμένη πλαίσιο.

1.3 Σχετική Αποτίμηση

Ενώ έχουμε την τάση να επικεντρωνόμαστε περισσότερο σε προεξοφλημένη αξία των ταμειακών ροών, κατά την αποτίμηση, η πραγματικότητα είναι ότι οι περισσότερες αποτιμήσεις είναι σχετικές αποτιμήσεις (Damodaran, ό.π., σελ. 25). Στη σχετική αποτίμηση, η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου προέρχεται από την τιμή “συγκρίσιμων”, στοιχείων του ενεργητικού με βάση μια κοινή μεταβλητή, όπως κέρδη, ταμειακές ροές, λογιστική αξία ή έσοδα. Ένα παράδειγμα αυτής της προσέγγισης είναι η χρήση του μέσου όρου της αναλογίας τιμής προς κέρδη μιας βιομηχανίας για την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Αυτό προϋποθέτει ότι και οι άλλες εταιρείες του κλάδου είναι συγκρίσιμες με την επιχείρηση που πρόκειται να εκτιμηθεί και ότι η αγορά, κατά μέσο όρο, αποτιμά αυτές τις επιχειρήσεις σωστά. Μια άλλη σε ευρεία χρήση αναλογία είναι η τιμή μετοχής προς τη λογιστική αξία, με τις επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται με έκπτωση σε σχέση με τη λογιστική αξία, σε σχέση με συγκρίσιμες επιχειρήσεις, να θεωρούνται υποτιμημένες. Το πολλαπλάσιο τιμής/ πωλήσεις χρησιμοποιείται επίσης για την αποτίμηση των επιχειρήσεων, με την χρησιμοποίηση της μέσης τιμής των εταιρειών με παρόμοια χαρακτηριστικά για σύγκριση. Ενώ αυτά τα τρία πολλαπλάσια είναι από τα πιο ευρέως διαδεδομένα, υπάρχουν και άλλα που παίζουν επίσης ρόλο στην ανάλυση όπως - τιμή με ταμειακές ροές, τιμή με μερίσματα και η αξία αγοράς με την αξία αντικατάστασης (Q του Tobin). Σε αντίθεση με την αξία των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, η οποία περιγράφεται ως μια εγγενή αξία, είμαστε πολύ περισσότερο εξαρτημένοι από την αγορά όταν χρησιμοποιούμε σχετική αποτίμηση. Με άλλα λόγια, υποθέτουμε ότι η αγορά είναι σωστή με τον τρόπο που αποτιμά τις τιμές των μετοχών, κατά μέσο όρο, αλλά ότι κάνει λάθη στην αποτίμηση μεμονωμένων μετοχών, ή με άλλα λόγια ότι η εσωτερική (intrinsic) αξία μιας μετοχής διαφέρει από την τιμή της αγοράς (Pinto et al., ό.π., σελ. 2). Υποθέτουμε επίσης ότι η σύγκριση των πολλαπλασίων θα μας επιτρέψει να εντοπιστούν αυτά τα λάθη, και ότι αυτά τα λάθη θα διορθώνονται με την πάροδο του χρόνου. Η υπόθεση ότι οι αγορές διορθώσουν τα λάθη τους με την πάροδο του χρόνου είναι κοινή για την αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών και τη σχετική αποτίμησης, αλλά εκείνοι που χρησιμοποιούν πολλαπλάσια και συγκριτικά στοιχεία για να επιλέξουν μετοχές υποστηρίζουν ότι τα σφάλματα που γίνονται από λάθη στην αποτίμηση μεμονωμένων μετοχών σε έναν τομέα είναι πιο αισθητά και πιο πιθανό να διορθωθούν γρήγορα.

1.3.1 Κατηγοριοποίηση Μοντέλων Σχετικής Αποτίμησης

Υπάρχει πληθώρα διαθέσιμων μοντέλων σχετικής αποτίμησης. Ενώ οι περισσότερες σχετικές εκτιμήσεις βασίζονται σε συγκρίσιμα στοιχεία, υπάρχουν κάποιες σχετικές εκτιμήσεις που βασίζονται σε βασικές αρχές (Damodaran, ό.π., σελ. 26).

I. Βασικά Στοιχεία (Fundamentals) σε σχέση με Συγκρίσιμα στοιχεία

Στην αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών, η αξία μιας εταιρείας καθορίζεται από τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της. Υψηλότερες ταμειακές ροές, με χαμηλότερο κίνδυνο και μεγαλύτερη αύξηση αναμένεται ότι θα δώσουν μεγαλύτερη αξία. Ορισμένοι αναλυτές οι οποίοι χρησιμοποιούν πολλαπλάσια επιστρέφουν σε αυτές τις αναλύσεις προεξοφλημένων ταμειακών ροών για την εξαγωγή πολλαπλάσιων. Άλλοι αναλυτές συγκρίνουν πολλαπλάσια μεταξύ των επιχειρήσεων ή του χρόνου, και κάνουν ρητές ή σιωπηρές παραδοχές για το πώς οι επιχειρήσεις είναι παρόμοιες ή διαφέρουν σε βασικές αρχές.

1. Χρησιμοποιώντας Fundamentals

Η πρώτη προσέγγιση αφορά σε πολλαπλάσια βασικών οικονομικών μεγεθών σχετικά με την επιχείρηση υπό εκτίμηση - Ποσοστά Αύξησης των κερδών και των ταμειακών ροών, Ποσοστά Πληρωμής και Κίνδυνος. Αυτή η προσέγγιση της εκτίμησης των πολλαπλάσιων είναι ισοδύναμα με τη χρήση μοντέλων προεξοφλημένων ταμειακών ροών, που απαιτούν τις ίδιες πληροφορίες και παράγουν τα ίδια αποτελέσματα. Κύριο πλεονέκτημα του είναι ότι δείχνει τη σχέση μεταξύ πολλαπλάσιων και των χαρακτηριστικών της εταιρείας, και επιτρέπει τη διερεύνηση του τρόπου τα πολλαπλάσια μεταβάλλονται όταν σε αυτά τα χαρακτηριστικά υπάρχουν αλλαγές.

2. Χρησιμοποιώντας Συγκριτικά Στοιχεία

Η πιο κοινή προσέγγιση όσον αφορά τη χρήση πολλαπλάσιων είναι να συγκρίνουμε το πώς μία επιχείρηση μπορεί να αποτιμηθεί με το πώς παρόμοιες επιχειρήσεις αποτιμούνται από την αγορά, ή σε ορισμένες περιπτώσεις, με το πώς η εταιρεία είχε αποτιμηθεί σε προηγούμενες περιόδους. Η εύρεση ομοειδών και συγκρίσιμων επιχειρήσεων είναι συχνά μια πρόκληση και πρέπει συχνά να γίνονται αποδεκτές επιχειρήσεις που είναι διαφορετικές από την επιχείρηση που αποτιμάται σε κάποια διάσταση (Damodaran, ό.π., σελ. 27). Όταν συμβαίνει αυτό, πρέπει ρητά ή έμμεσα να λαμβάνονται υπόψη οι διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων για την ανάπτυξη, τον κίνδυνο και τις ταμειακές ροές. Στην πράξη, ο έλεγχος για τις μεταβλητές αυτές μπορεί να είναι απλός (με μέσους όρους της βιομηχανίας) έως εξελιγμένος (πολυμεταβλητά μοντέλα παλινδρόμησης, όπου προσδιορίζονται οι σχετικές μεταβλητές ελέγχου για τις διαφορές).

II. Κλαδικές Συγκρίσεις σε σχέση με Συγκρίσεις συναρτήσεως του χρόνου

Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι αναλυτές αποτιμούν μετοχές σε σχετική βάση, συγκρίνοντας τα πολλαπλάσια που αποτιμώνται με τα πολλαπλάσια άλλων επιχειρήσεων στον ίδιο κλάδο. Σε ορισμένες περιπτώσεις, ωστόσο, ειδικά για τις ώριμες επιχειρήσεις με μακρά ιστορία, η σύγκριση γίνεται συναρτήσεως του χρόνου.

1. Χρησιμοποιώντας Κλαδικές Συγκρίσεις

Όταν συγκρίνεται η αναλογία τιμής με κέρδη μιας επιχείρησης λογισμικού με το μέσο δείκτη τιμών με κέρδη άλλων εταιρειών λογισμικού, γίνεται σχετική αποτίμηση και κλαδική σύγκριση. Τα συμπεράσματα μπορεί να ποικίλουν ανάλογα με τις υποθέσεις σχετικά με την επιχείρηση που πρόκειται να εκτιμηθεί και το συγκρίσιμο των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, αν υποτεθεί ότι η επιχείρηση υπό αποτίμηση είναι παρόμοια με τη μέση επιχείρηση του κλάδου, προκύπτει το συμπέρασμα ότι είναι φτηνή, αν εμπορεύεται σε ένα πολλαπλάσιο που είναι χαμηλότερο από το μέσο όρο πολλών. Εάν, από την άλλη πλευρά, υποτεθεί ότι η επιχείρηση υπό εκτίμηση είναι πιο επικίνδυνη από τη μέση επιχείρηση στον κλάδο, θα μπορούσε να βγει το συμπέρασμα ότι η επιχείρηση θα πρέπει να βρίσκεται σε χαμηλότερη τιμή από ό, τι πολλές άλλες επιχειρήσεις στον κλάδο. Συμπερασματικά, δεν συγκρίνονται επιχειρήσεις χωρίς να γίνουν υποθέσεις για τα θεμελιώδη στοιχεία τους (Damodaran, ό.π., σελ. 28).

2. Χρησιμοποιώντας στοιχεία συναρτήσεως του χρόνου

Αν υπάρχει μια ώριμη επιχείρηση με μακρά ιστορία, μπορεί να συγκριθούν τα πολλαπλάσια που διαπραγματεύεται σήμερα με τα πολλαπλάσια του παρελθόντος. Για να γίνει αυτή η σύγκριση, ωστόσο, θα πρέπει να υποτεθεί ότι η εταιρεία δεν έχει αλλάξει τα βασικά στοιχεία της με την πάροδο του χρόνου. Συγκρίνοντας πολλαπλάσια στο πέρασμα του χρόνου μπορεί επίσης να περιπλέκεται από μεταβολές στα επιτόκια την πάροδο του χρόνου και η συμπεριφορά της συνολικής αγοράς. Για παράδειγμα, καθώς τα επιτόκια πέφτουν κάτω από ιστορικά πρότυπα και τις συνολικές αυξήσεις στην αγορά, θα περίμενε κανείς περισσότερες εταιρείες στο εμπόριο σε πολύ υψηλότερα πολλαπλάσια των κερδών και λογιστικής αξίας από ό, τι έχουν ιστορικά.

1.3.2 Εφαρμογή των πολλαπλασίων και περιορισμοί

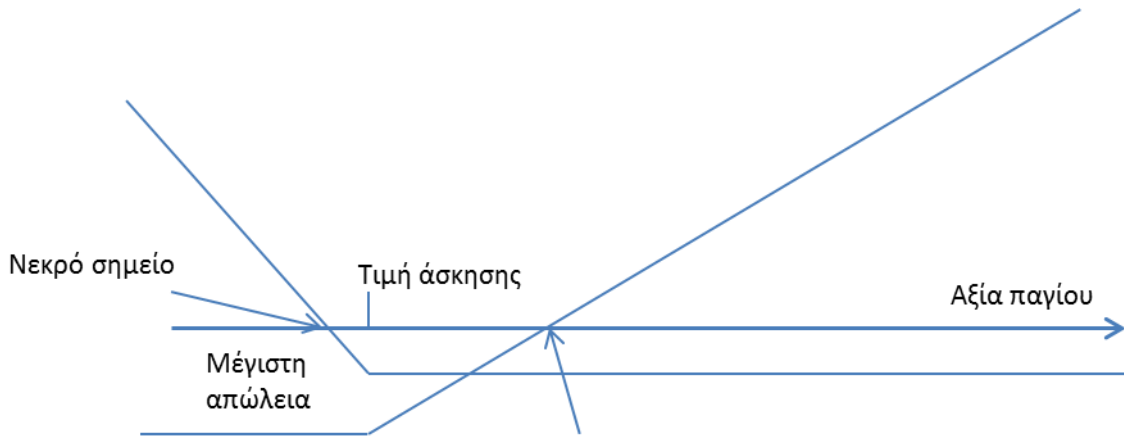
Τα πολλαπλάσια μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την γρήγορη απόκτηση εκτιμήσεων της αξίας για επιχειρήσεις και περιουσιακά στοιχεία, και είναι ιδιαίτερα χρήσιμα όταν υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός από παρεμφερείς εταιρείες που διαπραγματεύονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η αγορά, κατά μέσον όρο, αποτιμά τις επιχειρήσεις

αυτές σωστά. Είναι πιο δύσκολο να χρησιμοποιηθούν στην αποτίμηση μοναδικών επιχειρήσεων, που δεν έχουν προφανή συγκριτικά στοιχεία, με λίγη ή καθόλου έσοδα και αρνητικά τα κέρδη. Δεδομένου ότι δεν υπάρχουν δύο επιχειρήσεις που να είναι ακριβώς παρόμοιες από άποψη Κινδύνου και Ανάπτυξης, ο ορισμός των “συγκρίσιμων” επιχειρήσεων είναι υποκειμενικός. Ως εκ τούτου, μια προκατειλημμένη ανάλυση μπορεί να επιλέξει μια ομάδα συγκρίσιμων εταιρειών που να επιβεβαιώνουν τις προκαταλήψεις για την αξία μιας επιχείρησης. Η πιθανότητα για προκατάληψη υπάρχει και στα μοντέλα DCF αλλά υπάρχει μεγαλύτερη ανάγκη σαφήνειας σχετικά με τις παραδοχές που καθορίζουν την τελική τιμή. Το άλλο πρόβλημα με τη χρήση των πολλαπλάσιων που βασίζονται σε συγκρίσιμες επιχειρήσεις είναι ότι βασίζεται σε λάθη που η αγορά θα μπορούσε να κάνει στην αποτίμηση αυτών των επιχειρήσεων. Αντίθετα, η αποτίμηση με προεξοφλημένες μειωμένες ταμειακές ροές βασίζεται στην εταιρεία ειδικά για τους ρυθμούς ανάπτυξης και τις ταμειακές ροές, και είναι λιγότερο πιθανό να επηρεαστεί από τα σφάλματα της αγοράς στην αποτίμηση (Damodaran, ό.π., σελ. 29). Ένα άλλο πρόβλημα που επισημαίνεται σχετικά με τη χρήση της Σχετικής Αποτίμησης είναι ότι τα πολλαπλάσια έχουν μεγάλη διασπορά (Fernandez, 2001) κάτι που κάνει τα αποτελέσματα αμφισβητούμενα, αν και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για συγκριτικούς λόγους με τα αποτελέσματα της αποτίμησης με κάποια άλλη μέθοδο.

1.4 Αποτίμηση Πιθανών Απαιτήσεων

Ίσως η πιο σημαντική και η επαναστατική εξέλιξη στην αποτίμηση είναι η αποδοχή, τουλάχιστον σε ορισμένες περιπτώσεις, ότι η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από ό,τι η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών, αν η ταμειακή ροή είναι εξαρτάται από την επέλευση ή μη εμφάνισης ενός γεγονότος. Η αποδοχή αυτή έχει σε μεγάλο βαθμό προκύψει λόγω της ανάπτυξης των μοντέλων αποτίμησης Πιθανών Απαιτήσεων (Damodaran, ό.π., σελ. 30). Ενώ τα μοντέλα αυτά χρησιμοποιήθηκαν αρχικά για την αποτίμηση διαπραγματεύσιμων Απαιτήσεων, έχει γίνει μια προσπάθεια, τα τελευταία χρόνια, να επεκταθούν σε πιο παραδοσιακές αποτιμήσεις. Υπάρχουν πολλοί που υποστηρίζουν ότι τα περιουσιακά στοιχεία όπως τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας ή τα υπανάπτυκτα αποθέματα είναι πραγματικά Απαιτήσεις και θα πρέπει να αποτιμώνται ως τέτοιες, και όχι με τις παραδοσιακές μεθόδους προεξόφλησης ταμειακών ροών. Μια ενδεχόμενη απαίτηση ή επιλογή πληρώνει μόνο υπό ορισμένες ενδεχόμενες συνθήκες - αν η αξία του περιουσιακού στοιχείου υπερβαίνει μία προκαθορισμένη τιμή για ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς, ή είναι μικρότερη από μία προκαθορισμένη τιμή για ένα δικαίωμα

πώλησης. Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει τις εξοφλήσεις σε δικαιώματα αγοράς και πώλησης σε συνάρτηση με την αξία του περιουσιακού στοιχείου:



Διάγραμμα 1.1: Εξοφλήσεις σε δικαιώματα αγοράς και πώλησης (Damodaran, ό.π., σελ. 30)

Μια Απαίτηση μπορεί να αποτιμάται σε συνάρτηση με τις παρακάτω μεταβλητές - η τρέχουσα αξία, η διακύμανση της αξίας του βασικού περιουσιακού στοιχείου, η τιμή άσκησης, ο χρόνος από τη λήξη του δικαιώματος προαίρεσης και το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποτιμηθεί ως μια Απαίτηση εάν η εξόφληση είναι συνάρτηση της αξίας του στοιχείου. Μπορεί να αποτιμάται ως ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς, αν η πληρωμή εξαρτάται από την αξία του περιουσιακού στοιχείου που υπερβαίνει ένα προκαθορισμένο επίπεδο. Μπορεί να αποτιμηθεί ως δικαίωμα προαίρεσης, αν η εξόφληση αυξάνεται καθώς η αξία του περιουσιακού στοιχείου μειώνεται κάτω από ένα προκαθορισμένο επίπεδο. Η θεμελιώδης παραδοχή πίσω από τη χρήση μοντέλων αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης είναι ότι η προεξόφληση ταμειακών ροών τείνει να υποτιμά την αξία των περιουσιακών στοιχείων που παρέχουν ροές που εξαρτώνται από την επέλευση ενός γεγονότος. Όταν χρησιμοποιούνται τα μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης για περιουσιακά στοιχεία αξίας, όπως διπλώματα ευρεσιτεχνίας και υπανάπτukτα αποθέματα φυσικού πόρου, γίνεται η υπόθεση πως οι αγορές αναγνωρίζουν τις εν λόγω επιλογές και τις ενσωματώνουν στην τιμή αγοράς. Εάν οι αγορές δεν το κάνουν, τελικά, η ανταμοιβή για τη χρήση τέτοιων μοντέλων έρχεται περίπου όταν αυτό θα συμβεί.

1.4.1 Κατηγοριοποίηση των υποδειγμάτων Αποτίμησης Πιθανών Απαιτήσεων

Η πρώτη κατηγοριοποίηση των δικαιωμάτων προαίρεσης βασίζεται εάν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο είναι ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο ή ένα πραγματικό περιουσιακό στοιχείο. Οι περισσότερες Απαιτήσεις, βρίσκονται σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία όπως μετοχές και ομόλογα. Αντίθετα, οι Απαιτήσεις μπορούν να είναι και σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία όπως εμπορεύματα, ακίνητα ή ακόμη και επενδυτικά σχέδια (συχνά αποκαλούνται Πραγματικές Απαιτήσεις). Μια δεύτερη, επικαλυπτόμενη, κατηγοριοποίηση βασίζεται εάν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης ή μη. Η επικάλυψη συμβαίνει επειδή τα περισσότερα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, ενώ σχετικά λίγα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία είναι διαπραγματεύσιμα. Απαιτήσεις διαπραγματεύσιμων στοιχείων είναι γενικά πιο εύκολο να έχουν αξία και τα δεδομένα των μοντέλων μπορούν να ληφθούν από τις χρηματοπιστωτικές αγορές με σχετική ευκολία. Απαιτήσεις για τα μη διαπραγματεύσιμα στοιχεία είναι πολύ πιο δύσκολο να έχουν αξία, καθώς δεν υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα της αγοράς σχετικά με το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο.

1.4.2 Εφαρμογή και Περιορισμοί των υποδειγμάτων Αποτίμησης Πιθανών Απαιτήσεων

Υπάρχουν αρκετά παραδείγματα από κινητές αξίες που είναι απαιτήσεις με δικαιώματα που παρέχουν προστασία στους μετόχους σε εταιρείες κατά την πτώση των τιμών των μετοχών καθώς και μακροπρόθεσμες επιλογές που εκδίδονται από τις επιχειρήσεις. Υπάρχουν και άλλα περιουσιακά στοιχεία που γενικά δεν θεωρούνται ως Απαιτήσεις, αλλά ακόμα έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά με αυτές. Τα ίδια κεφάλαια, για παράδειγμα, μπορεί να θεωρηθούν ως ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς για την αξία της εταιρείας, με την ονομαστική αξία του χρέους να αντιπροσωπεύει την τιμή άσκησης και τη διάρκεια του χρέους να αντιπροσωπεύει τη ζωή του δικαιώματος προαίρεσης. Ένα δίπλωμα ευρεσιτεχνίας μπορεί να αναλυθεί ως ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς ενός προϊόντος, με τις επενδυτικές δαπάνες που απαιτούνται για να υλοποιηθεί το έργο να αντιπροσωπεύουν την τιμή άσκησης και τη ζωή της ευρεσιτεχνίας το χρόνο από τη λήξη του δικαιώματος προαίρεσης. Υπάρχουν όρια όσον αφορά τα μοντέλα αποτίμησης Πιθανών Απαιτήσεων για την αποτίμηση μακροπρόθεσμων επιλογών σε μη διαπραγματεύσιμα στοιχεία. Οι παραδοχές σχετικά με σταθερή διακύμανση και μερισματικές αποδόσεις, οι οποίες δεν αμφισβητούνται σοβαρά για βραχυπρόθεσμες επιλογές, είναι πολύ πιο δύσκολο να υπολογιστούν επακριβώς όταν οι επιλογές έχουν

μακρά διάρκεια ζωής (Damodaran, ό.π., σελ. 32). Όταν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης, οι εισροές για την αξία του στοιχείου και η διακύμανση της αξίας του, που δεν μπορούν να εξαχθούν από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, θα πρέπει να εκτιμηθούν. Έτσι, οι τελικές τιμές που λαμβάνονται από αυτές τις εφαρμογές των μοντέλων αποτίμησης Πιθανών Απαιτήσεων έχουν μεγαλύτερο σφάλμα εκτίμησης από ό, τι οι τιμές που λαμβάνονται σε πιο τυποποιημένες εφαρμογές τους (σε αξία συναλλαγών με μικρής διάρκειας Απαιτήσεις).

1.5 Οι επιλογές στα μοντέλα αποτίμησης

Το πρόβλημα στην αποτίμηση δεν είναι ότι δεν υπάρχουν αρκετά μοντέλα με την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου αλλά ότι υπάρχουν πάρα πολλά. Η επιλογή του σωστού μοντέλου για χρήση αποτελεί ένα από τα βασικά βήματα στην αποτίμηση (Pinto et al., ό.π., σελ. 18) και είναι κρίσιμη για μια λογική τελική τιμή, όπως εξίσου κρίσιμη είναι η κατανόηση πώς να χρησιμοποιείται το μοντέλο. Έτσι παρακάτω επιχειρείται να δοθεί μια γενική εικόνα από τα μοντέλα αποτίμησης που παρουσιάζονται και ένα γενικό πλαίσιο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί το σωστό μοντέλο για κάθε εργασία (Damodaran, ό.π., σελ. 1338). Μια επιχείρηση ή ένα στοιχείο ενεργητικού μπορεί να αποτιμηθεί με έναν από τους τέσσερις τρόπους - Εκτίμηση της τρέχουσας αξίας των στοιχείων του ενεργητικού, Αποτίμηση με προεξοφλημένες ταμειακές ροές που καταλήγουν στην αξία των ιδίων κεφαλαίων ή όλης της επιχείρησης, Σχετική αποτίμηση με προσεγγίσεις που βασίζονται σε πολλαπλάσια και Αποτίμηση Πιθανών Απαιτήσεων. Μέσα σε κάθε μία από αυτές τις προσεγγίσεις, υπάρχουν και άλλες επιλογές που βοηθούν στον καθορισμό της τελικής τιμής.

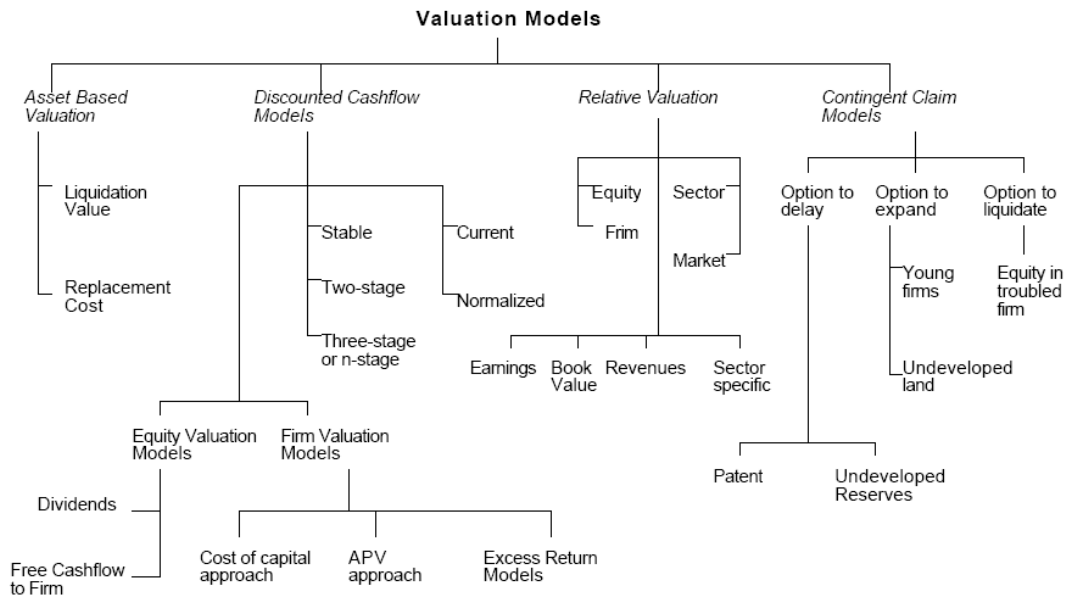
Υπάρχουν τουλάχιστον δύο τρόποι με τους οποίους μπορείτε να εκτιμηθεί η αξία μιας εταιρείας με χρήση των περιουσιακών στοιχείων και με βάση τις τεχνικές αποτίμησης. Το ένα είναι η αξία ρευστοποίησης, δηλαδή ότι η αγορά θα ήταν πρόθυμη να πληρώσει για τα περιουσιακά στοιχεία της υπό εκκαθάρισης εταιρείας σήμερα. Το άλλο είναι το κόστος αντικατάστασης, όπου θα αξιολογηθεί πόσο θα κοστίσει να αναπαραγάγει ή να αντικαταστήσει τα περιουσιακά στοιχεία που μια εταιρεία έχει θέσει σε λειτουργία σήμερα.

Στο πλαίσιο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών αποτίμησης, οι ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια μπορεί να προεξοφλούνται με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και να φθάσει σε μία αξία των ιδίων κεφαλαίων ή οι ταμειακές ροές για την επιχείρηση μπορεί να προεξοφλούνται με το κόστος του κεφαλαίου για να προσδιορισθεί η αξία για την

επιχείρηση. Οι ταμειακές ροές στην καθαρή θέση τους μπορεί να οριστούν με τη στενή έννοια, όπως μερίσματα ή σε μια πιο ευρεία έννοια, όπως ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια. Αυτά τα μοντέλα μπορούν να ταξινομηθούν περαιτέρω με βάση τις παραδοχές σχετικά με την ανάπτυξη σε σταθερή ανάπτυξη, σε δύο στάδια και τριών σταδίων μοντέλα. Τέλος, η μέτρηση των εσόδων και ταμειακών ροών μπορεί να τροποποιηθεί ώστε να ταιριάζει με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επιχείρησης/περιουσιακών στοιχείων - τα τρέχοντα κέρδη για τις επιχειρήσεις/ τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν θέση κανονικού μισθού ή τυποποίηση των κερδών για τις επιχειρήσεις/ τα περιουσιακά στοιχεία των οποίων τα τρέχοντα κέρδη μπορεί να διαστρεβλωθούν είτε από προσωρινούς παράγοντες ή κυκλικές επιπτώσεις.

Στο πλαίσιο της σχετικής αποτίμησης και των πολλαπλάσιων, μπορεί να χρησιμοποιηθούν είτε τα ίδια κεφάλαια ή η αξία της εταιρείας ως μέτρο της αξίας και να συνδεθεί με μια σειρά από συγκεκριμένες μεταβλητές - κερδών, λογιστικής αξίας και των πωλήσεων. Τα ίδια πολλαπλάσια μπορούν να εκτιμηθούν με τη χρήση συγκρίσιμων εταιρειών στον ίδιο κλάδο ή από παλινδρομήσεις που χρησιμοποιούν ευρύτερο πληθυσμό. Για άλλα περιουσιακά στοιχεία, όπως ακίνητη περιουσία, η τιμή μπορεί να ομοίως εκφράζεται ως συνάρτηση του ακαθάριστου εισοδήματος ή ανά τετραγωνικό μέτρο. Εδώ, τα συγκριτικά στοιχεία θα ήταν άλλα ακίνητα στην ίδια περιοχή με παρόμοια χαρακτηριστικά.

Η Αποτίμηση Πιθανών Απαιτήσεων μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί με μια ποικιλία σεναρίων. Η επιλογή που έχει μια εταιρεία να καθυστερήσει την λήψη των επενδυτικών αποφάσεων, αποτιμά ένα δίπλωμα ευρεσιτεχνίας ή ένα υπανάπτυκτη φυσικό απόθεμα πόρων ως Απαίτηση. Η επιλογή για την επέκταση σε δυνητικά μεγάλες εμπορικές αγορές μπορεί να αποτιμά νέες επιχειρήσεις υψηλότερα των αξιών από τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές. Τέλος, οι επενδυτές ιδίων κεφαλαίων μπορούν να αναδείξουν την αξία από την επιλογή να ρευστοποιήσουν επιχειρήσεις σε δυσκολίες που διαθέτουν σημαντικό χρέος.



Διάγραμμα 1.2: Οι επιλογές στα μοντέλα αποτίμησης (Damodaran, ό.π., σελ. 1340)

1.5.1 Παράμετροι επιλογής Μεθόδου Αποτίμησης

Περιουσιακά στοιχεία ή Χαρακτηριστικά επιχείρησης

Η προσέγγιση που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μιας επιχείρησης θα εξαρτηθεί από το πόσο εμπορεύσιμα είναι τα περιουσιακά στοιχεία, αν δημιουργεί ταμιακές ροές και πόσο μοναδική είναι από την άποψη των δραστηριοτήτων της.

- Εμπορευσιμότητα των Περιουσιακών Στοιχείων

Αποτίμηση Εκκαθάρισης και Αποτίμηση Κόστους Αντικατάστασης είναι πιο εύκολο να γίνει για επιχειρήσεις που έχουν περιουσιακά στοιχεία που διαχωρίζονται και είναι εμπορεύσιμα. Για παράδειγμα, μπορεί να υπολογιστεί η τιμή εκκαθάρισης για μια κτηματομεσιτική εταιρεία, επειδή οι ιδιοκτησίες μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά και μπορεί να υπολογιστεί η αξία του κάθε ακινήτου εύκολα. Το ίδιο μπορεί να ειπωθεί για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Στο άλλο άκρο βρίσκεται, ένα εμπορικό σήμα καταναλωτικών προϊόντων που τα περιουσιακά στοιχεία του είναι όχι μόνο άυλα, αλλά και δύσκολο να διαχωριστούν.

- Δυναμικό παραγωγής Ταμειακών Ροών

Μπορείτε να κατηγοριοποιήσετε περιουσιακά στοιχεία σε τρεις ομάδες ανάλογα με την ικανότητά τους να δημιουργούν τις ταμιακές ροές - περιουσιακά στοιχεία που δημιουργούν ταμιακές ροές είτε σήμερα ή αναμένεται να το πράξουν στο εγγύς μέλλον, περιουσιακά στοιχεία που δεν δημιουργούν ταμιακές ροές σήμερα αλλά θα μπορούσαν στο μέλλον στην περίπτωση έκτακτης ανάγκης και τα περιουσιακά στοιχεία που ποτέ

δεν θα δημιουργήσουν ταμειακές ροές. Η πρώτη ομάδα περιλαμβάνει τις περισσότερες εισηγμένες εταιρείες και οι εταιρείες αυτές μπορούν να αποτιμώνται με βάση την προεξόφληση ταμειακών ροών. Σημειώστε ότι δεν γίνεται διάκριση μεταξύ αρνητικών και θετικών ταμειακών ροών και νεοσύστατων εταιρειών, που θα δημιουργούν αρνητικές ταμειακές ροές μπορεί ακόμα να αποτιμηθεί με μεθόδους προεξόφλησης ταμειακών ροών. Η δεύτερη ομάδα περιλαμβάνει αγαθά, όπως τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας φαρμάκων, πολλά υποσχόμενης (αλλά όχι ακόμα βιώσιμης) τεχνολογίας, υπανάπτυκτα αποθέματα πετρελαίου ή ορυκτών και αναξιοποίητη γη. Τα περιουσιακά αυτά στοιχεία μπορεί να μη δημιουργούν ταμειακές ροές σήμερα και θα μπορούσαν να δημιουργήσουν μεγάλες ταμειακές ροές στο μέλλον, αλλά μόνο υπό ορισμένες προϋποθέσεις - αν εγκριθεί το δίπλωμα ευρεσιτεχνίας του φαρμάκου, εάν η τεχνολογία γίνεται εμπορικά βιώσιμη, εάν οι τιμές του πετρελαίου και οι εμπορικές αξίες των ακινήτων ανεβούν. Ενώ θα μπορούσε να υπολογιστούν οι αναμενόμενες τιμές που χρησιμοποιούν μεθόδους προεξόφλησης ταμειακών ροών από την χρήση των πιθανοτήτων σε αυτά τα γεγονότα, η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων θα υποτιμούνταν. Θα πρέπει η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων να αποτιμάται με τα μοντέλα αποτίμησης Πιθανών Απαιτήσεων. Τα περιουσιακά στοιχεία που ποτέ δεν αναμένεται να δημιουργήσουν ταμειακές ροές μπορούν μόνο να αποτιμώνται με βάση μοντέλων σχετικής αποτίμησης.

- Μοναδικότητα (ή απουσία συγκριτικών στοιχείων)

Σε μια αγορά όπου χιλιάδες μετοχές διαπραγματεύονται και δεκάδες χιλιάδες περιουσιακών στοιχείων αγοράζονται και πωλούνται κάθε μέρα, μπορεί να είναι δύσκολο να απεικονιστεί ένα περιουσιακό στοιχείο ή επιχείρηση που να είναι τόσο μοναδικό που δεν μπορεί να βρεθούν συγκρίσιμα στοιχεία του ενεργητικού. Σε ένα συνεχές, ορισμένα περιουσιακά στοιχεία και επιχειρήσεις αποτελούν μέρος μιας μεγάλης ομάδας παρόμοιων περιουσιακών στοιχείων, χωρίς ή με πολύ μικρές διαφορές μεταξύ των στοιχείων του ενεργητικού. Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία είναι ιδανικά για σχετική αποτίμηση, αφού η συναρμολόγηση συγκρίσιμων περιουσιακών στοιχείων (επιχειρήσεις) και ο έλεγχος για τις διαφορές είναι απλή. Όσο απομακρύνεται κάποιος από αυτό το ιδανικό, τόσο λιγότερο αξιόπιστη είναι η σχετική αποτίμηση. Για τις επιχειρήσεις που είναι πραγματικά μοναδικές, αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών θα αποφέρει πολύ καλύτερες εκτιμήσεις της αξίας.

Χαρακτηριστικά και πεποιθήσεις του Εκτιμητή

Η προσέγγιση της αξιολόγησης που χρησιμοποιείται θα εξαρτηθεί από το χρονικό ορίζοντα, τον λόγο για τον οποίο γίνεται η αποτίμηση και την άποψη του εκτιμητή για

τις αγορές - εάν είναι αποτελεσματικές και αν δεν είναι, ποια μορφή παίρνει η αναποτελεσματικότητα.

- Χρονικός ορίζοντας

Σε μια ακραία περίπτωση, στη προεξοφλημένη αξία των ταμειακών ροών μια επιχείρηση θεωρείται ως δρώσα οικονομική μονάδα που μπορεί να διαρκέσει στο διηνεκές. Στο άλλο άκρο, με αποτίμηση εκκαθάρισης, η εκτίμηση αξίας γίνεται με βάση την υπόθεση ότι η επιχείρηση θα παύσει να λειτουργεί σήμερα. Η σχετική αποτίμηση και αποτίμηση Πιθανών Απαιτήσεων, παίρνει μια ενδιάμεση θέση μεταξύ των δύο. Θα πρέπει να χρησιμοποιείται αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών, αν υπάρχει μεγάλος χρονικός ορίζοντας, και σχετική αποτίμηση, αν υπάρχει ένας μικρότερος χρονικός ορίζοντας. Αυτό μπορεί να εξηγήσει γιατί η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι πιο διαδεδομένη κατά την αποτίμηση μιας εταιρείας για εξαγορά και η σχετική αποτίμηση είναι πιο συχνή σε Private Equities/ Venture Capitals.

- Λόγος για την αποτίμηση

Η αξία των επιχειρήσεων αναλύεται για διάφορους λόγους και η προσέγγιση που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση θα ποικίλει ανάλογα με το λόγο. Εάν είστε ένας αναλυτής μετοχών και παρακολουθείτε εταιρείες χάλυβα, θα σας ζητηθεί να βρείτε τις υπό ή υπέρ-εκτιμημένες εταιρείες του κλάδου και να μην πάρει θέση για το αν ο τομέας είναι συνολικά υπό ή υπέρ-εκτιμημένος και συνεπώς τα πολλαπλάσια θα είναι το μοντέλο επιλογής. Εάν είστε επενδυτής και αποτιμάτε μια επιχείρηση για την αγορά της, από την άλλη πλευρά, θέλετε να υπολογιστεί η πραγματική της αξία. Κατά συνέπεια, η προεξοφλημένη αξία των ταμειακών ροών είναι πιθανό να είναι πιο κατάλληλη για τις ανάγκες σας.

- Πεποιθήσεις σχετικά με τις αγορές

Ενσωματωμένα σε κάθε προσέγγιση είναι υποθέσεις για τις αγορές και πώς λειτουργούν. Η προεξοφλημένη αξία ταμειακών ροών, προϋποθέτει ότι οι τιμές αγοράς αποκλίνουν από την πραγματική αξία, αλλά και ότι διορθώνουν μέσα σε μεγάλα χρονικά διαστήματα. Η σχετική αποτίμηση, προϋποθέτει ότι οι αγορές είναι κατά μέσον όρο σωστές και ότι, ενώ οι μεμονωμένες επιχειρήσεις σε έναν τομέα της αγοράς μπορεί να έχουν λανθασμένη τιμή, ο τομέας ή η συνολική αγορά είναι σε λογικές τιμές. Τα μοντέλα αποτίμησης βάση ενεργητικού, προϋποθέτουν ότι οι αγορές μπορούν να αποκλίνουν για τα πραγματικά και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και ότι μπορείτε κάποιος να επωφεληθεί από αυτές τις διαφορές. Τέλος, τα μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης, προϋποθέτουν ότι οι αγορές δεν είναι πολύ αποτελεσματικές στην εκτίμηση της αξίας της ευελιξίας που οι επιχειρήσεις έχουν και ότι τα μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης ως εκ τούτου δίνουν ένα

πλεονέκτημα. Σε κάθε μία από αυτές τις περιπτώσεις, όμως, υποτίθεται ότι οι αγορές θα αναγνωρίσουν τελικά τα λάθη τους και θα τα διορθώσουν.

1.6 Η επιλογή του κατάλληλου προτύπου προεξοφλημένων ταμειακών ροών

Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε στην αποτίμηση θα πρέπει να προσαρμοστεί ώστε να ταιριάζει με τα χαρακτηριστικά του περιουσιακού στοιχείου που αποτιμάται. Το κατάλληλο μοντέλο για χρήση σε μια συγκεκριμένη αποτίμηση θα εξαρτηθεί από μια σειρά από τα χαρακτηριστικά του περιουσιακού στοιχείου ή της εταιρείας που είναι υπό εκτίμηση.

1.6.1 Η επιλογή μιας από τις ταμειακές ροές για την προεξόφληση

Με σταθερές παραδοχές σχετικά με την ανάπτυξη και τον δανεισμό, θα πρέπει να πάρετε την ίδια τιμή για την επιχείρηση, χρησιμοποιώντας την προσέγγιση της εταιρείας (όπου μπορεί από την αξία της επιχείρησης να αφαιρεθεί το ανεξόφλητο χρέος) και την προσέγγιση της καθαρής θέσης (όπου υπολογίζεται η αξία του μετοχικού κεφαλαίου απευθείας). Για τις επιχειρήσεις που έχουν σταθερή μόχλευση, δηλαδή, έχουν δείκτες χρέους που δεν αναμένεται να αλλάξουν κατά τη διάρκεια της αποτίμησης, υπάρχει μικρή διαφορά μεταξύ της επιλογής των μοντέλων όσον αφορά τις εισροές που απαιτούνται για την αποτίμηση. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί ένας δείκτης του χρέους για να εκτιμηθούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές στα Ίδια Κεφάλαια του μοντέλου αποτίμησης καθαρής θέσης και να εκτιμηθεί το κόστος του κεφαλαίου στο μοντέλο αποτίμησης όλης της εταιρείας. Για τις επιχειρήσεις που έχουν ασταθή μόχλευση, δηλαδή, έχουν πάρα πολύ ή πολύ λίγο χρέος και επιθυμούν να προχωρήσουν στην βέλτιστη ή σε κάποιο στόχο για το δείκτη χρέους τους κατά την περίοδο της αποτίμησης, η προσέγγιση αποτίμησης για όλη την επιχείρηση είναι πολύ πιο απλή στη χρήση, επειδή δεν απαιτεί ταμειακές ροές για προβλέψεις πληρωμών τόκων και κεφαλαίου και είναι πολύ λιγότερο ευαίσθητη σε σφάλματα κατά την εκτίμηση των μεταβολών της μόχλευσης. Ο υπολογισμός του κόστους του κεφαλαίου απαιτεί την εκτίμηση του λόγου του χρέους, αλλά το κόστος του ίδιου του κεφαλαίου δεν αλλάζει τόσο πολύ, ως συνέπεια της αλλαγής μόχλευσης, όπως το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Κατά την αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων, προεξοφλούνται τα μερίσματα ή οι ελεύθερες ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια. Η χρήση του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων θα πρέπει να εξεταστεί όταν ισχύουν οι ακόλουθες συνθήκες.

- Δεν μπορεί να εκτιμηθούν οι ταμειακές ροές με οποιοδήποτε βαθμό ακρίβειας, είτε επειδή έχουν ανεπαρκή ή αντιφατικές πληροφορίες σχετικά με τις πληρωμές του χρέους και τις επανεπενδύσεις ή επειδή υπάρχει πρόβλημα περί του τι περιλαμβάνει το χρέος. Αυτό είναι η λογική για τη χρήση μοντέλων προεξόφλησης μερίσματος για την αποτίμηση των χρηματοοικονομικών εταιρειών παροχής υπηρεσιών.

- Υπάρχουν σημαντικοί περιορισμοί στη επαναγορές μετοχών και σε άλλες μορφές επιστροφής μετρητών, και υπάρχει λίγο ή καθόλου έλεγχος σε αυτό που η διαχείριση μιας επιχείρησης κάνει με τα μετρητά. Στην περίπτωση αυτή, οι μόνες ταμειακές ροές που μπορείτε να περιμένετε να πάρετε από επενδύσεις σε μετοχές είναι τα μερίσματα που οι διαχειριστές επιλέγουν να πληρώνουν.

Σε όλες τις άλλες περιπτώσεις, θα υπάρχουν πολύ πιο ρεαλιστικές εκτιμήσεις της αξίας μιας επιχείρησης, χρησιμοποιώντας τις ελεύθερες ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια, οι οποίες μπορεί να είναι μεγαλύτερες ή μικρότερες από το μέρισμα.

1.6.2 Η χρησιμοποίηση Τρεχόντων ή Εξομαλυμένων κερδών

Στις περισσότερες εκτιμήσεις, ξεκινάμε με την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης κατά την τρέχουσα χρήση και χρησιμοποιούνται τα κέρδη σε αυτές τις δηλώσεις ως βάση για τις προβλέψεις. Υπάρχουν ορισμένες επιχειρήσεις, όμως, όπου δεν γίνεται αυτό, είτε επειδή τα κέρδη της επιχείρησης είναι αρνητικά ή επειδή αυτά τα κέρδη είναι υπερβολικά υψηλά ή χαμηλά - τα κέρδη δεν είναι φυσιολογικά και δεν ταιριάζουν με την ιστορία των εσόδων της επιχείρησης. Όταν τα κέρδη είναι αρνητικά ή μη φυσιολογικά, μπορεί να αντικατασταθούν μερικές φορές με κανονικοποιημένες τιμές, που εκτιμώνται εξετάζοντας την ιστορία της εταιρείας ή μέσους όρους της βιομηχανίας και, με βάση αυτά τα κέρδη, ομαλοποιείται η αξία της επιχείρησης. Αυτός είναι ο ευκολότερος τρόπος αν οι αιτίες για τα αρνητικά ή ανώμαλα έσοδα είναι προσωρινές ή μεταβατικές, όπως στις ακόλουθες περιπτώσεις.

(1) Μια κυκλική εταιρεία θα έχει ύφεση στα κέρδη κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής ύφεσης και υψηλά έσοδα κατά τη διάρκεια της οικονομικής άνθησης.

(2) Μια επιχείρηση μπορεί να υποβάλει ασυνήθιστα χαμηλά κέρδη σε μια περίοδο κατά την οποία έχει μια εξαιρετική χρέωση (πχ. λόγω μια εξαγοράς).

(3) Μια επιχείρηση στη διαδικασία της αναδιάρθρωσης είναι δυνατόν να έχει χαμηλά κέρδη, όπως τίθενται σε εφαρμογή οι αλλαγές που γίνονται για να βελτιώσουν τις επιδόσεις της εταιρείας.

Η υπόθεση εδώ είναι ότι τα κέρδη γρήγορα θα αναπηδήσουν σε κανονικά επίπεδα και η παραδοχή ότι αυτό θα συμβεί αμέσως δεν επηρεάζει σημαντικά. Για ορισμένες επιχειρήσεις, όμως, οι αρνητικές ή χαμηλές αποδοχές μπορεί να αντικατοπτρίζουν τους παράγοντες που είναι απίθανο να εξαφανιστούν γρήγορα. Υπάρχουν τουλάχιστον τρεις ομάδες επιχειρήσεων, όπου τα αρνητικά κέρδη είναι πιθανό να είναι μια μακρά φαινόμενα όρος και μπορεί ακόμη και να απειλήσουν την επιβίωση της επιχείρησης.

(1) Οι εταιρείες με μακροχρόνια λειτουργία, με στρατηγικά ή οικονομικά προβλήματα μπορεί να έχουν εκτεταμένες περιόδους αρνητικής ή χαμηλής κερδοφορίας. Αν αντικαταστήσετε τα τρέχοντα κέρδη με κανονικοποιημένα κέρδη, η αξία αυτών των επιχειρήσεων θα υπερεκτιμηθεί.

- Αν μια επιχείρηση φαίνεται να βρίσκεται σε κακή κατάσταση, και είναι πιθανό να πάει σε πτώχευση, το μόνο μοντέλο που είναι πιθανό να δώσει αξιόπιστα μέτρα της αξίας είναι το υπόδειγμα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης (αν η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι υψηλή) ή ένα μοντέλο που να βασίζεται σε αξία εκκαθάρισης.

- Αν από την άλλη πλευρά, η επιχείρηση είναι προβληματική, αλλά είναι απίθανο να χρεοκοπήσει, θα ανακάμψει. Σε πρακτικό επίπεδο, θα πρέπει να προσαρμοστεί το λειτουργικό περιθώριο με την πάροδο του χρόνου σε υγιή επίπεδα και η αξία της επιχείρησης να υπολογιστεί με βάση τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της.

(2) Επιχειρήσεις σχετικά με υποδομές μπορούν να έχουν αρνητικά κέρδη στην αρχική περίοδο της ανάπτυξης επειδή οι επενδύσεις που έχουν χρειάζονται χρόνο για να αποδώσουν. Οι ταμειακές ροές της εταιρείας είναι συχνά αρνητικές, επειδή η κεφαλαιουχική δαπάνη που χρειάζεται για αυτό το είδος της επιχείρησης τείνει να είναι δυσανάλογα μεγάλη σε σχέση με την απόσβεση.

(3) Νεοσύστατες εταιρείες έχουν συχνά αρνητικά κέρδη στις αρχές του κύκλου ζωής τους. Για την αξία αυτών των εταιρειών, θα πρέπει να γίνει ένας συνδυασμός της υψηλής αύξησης των εσόδων και τη βελτίωση των περιθωρίων λειτουργικού κέρδους με την πάροδο του χρόνου.

1.6.3 Σχέδια Ανάπτυξης

Σε γενικές γραμμές, κατά την αποτίμηση μιας εταιρείας, μπορεί να υποτεθεί ότι η εταιρεία είναι ήδη σε σταθερή ανάπτυξη, να περάσει σε μια περίοδο με συνεχώς υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και στη συνέχεια να πέσει ο ρυθμός (δύο σταδίων

ανάπτυξης) ή να επιτρέψει για μια μεταβατική φάση για να πάρει σταθερή ανάπτυξη (3 σταδίων ή n-στάδιο μοντέλα). Υπάρχουν διάφοροι παράγοντες για τη λήψη αυτής της απόφασης.

α. Αναπτυξιακή δυναμική

Η επιλογή του προτύπου ανάπτυξης θα επηρεάσει το επίπεδο της τρέχουσας αύξησης των κερδών και των εσόδων. Μπορείτε να κατηγοριοποιήσετε τις επιχειρήσεις, με βάση την ανάπτυξη των τελευταίων περιόδων, σε τρεις ομάδες. (1) Εταιρείες Σταθερής Ανάπτυξης: Τα κέρδη και τα έσοδα αυξάνονται με ή κάτω από το ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας που συμμετέχει. (2) Επιχειρήσεις Μέτριας Ανάπτυξης: Τα κέρδη και τα έσοδα αυξάνονται με ρυθμό ελαφρά υψηλότερο από το ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας - ως γενικός κανόνας, οποιοδήποτε ποσοστό αύξησης μέσα σε 8-10% του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας. (3) Εταιρείες Υψηλής Ανάπτυξης: Τα κέρδη και τα έσοδα αυξάνονται με ρυθμό πολύ υψηλότερο από το ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

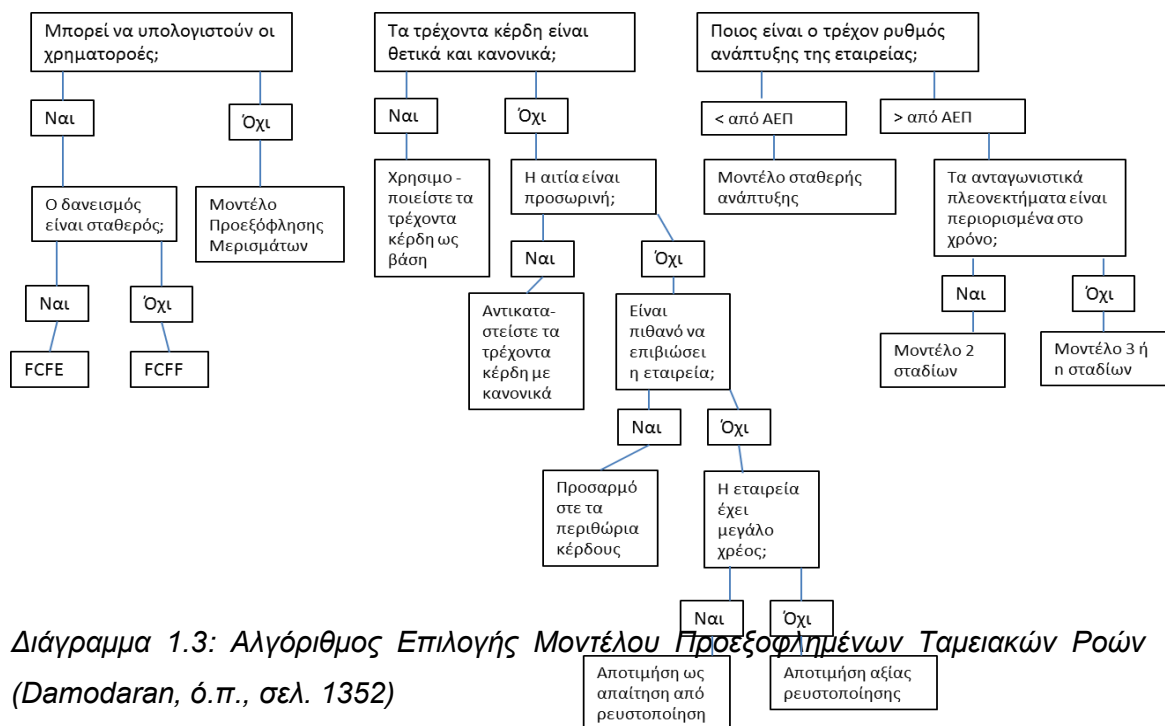
Για τις επιχειρήσεις που αυξάνονται με σταθερό ρυθμό, τα μοντέλα σταθερής κατάστασης με συνεχή ανάπτυξη παρέχουν καλές εκτιμήσεις της αξίας. Για τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις σε «μέτρια» επιτόκιο, σε δύο στάδια προεξοφλημένων ταμειακών ροών μοντέλο θα πρέπει να παρέχει αρκετή ευελιξία όσον αφορά τις μεταβολές του τα υποκείμενα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, ενώ σε τρία στάδια ή n-στάδιο μοντέλο μπορεί να είναι για τη σύλληψη της πλέον της μετάβασης σε σταθερή ανάπτυξη που είναι συνυφασμένα με «υψηλές» επιχειρήσεις ρυθμό ανάπτυξης.

β. Πηγές ανάπτυξης

Η μεγαλύτερη αύξηση αναμένεται για μια επιχείρηση μπορεί να προέλθει είτε από «γενικά» ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που αποκτήθηκαν την πάροδο του χρόνου, όπως ένα εμπορικό σήμα ή η μείωση του κόστους παραγωγής (οικονομίες κλίμακας) ή «ειδικά» πλεονεκτήματα που είναι το αποτέλεσμα των νομικών εμποδίων εισόδου στην αγορά - όπως οι άδειες ή τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας προϊόντων. Τα πρώτα είναι πιθανό να διαβρωθούν με την πάροδο του χρόνου καθώς νέοι ανταγωνιστές εισέρχονται στην αγορά, ενώ τα δεύτερα είναι πιο πιθανό να εξαφανίζονται απότομα, όταν το νομικό εμπόδιο για την είσοδο απομακρύνονται. Ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης για μια επιχείρηση που έχει συγκεκριμένες πηγές ανάπτυξης είναι πιθανό να ακολουθήσει την διαδικασία σε δύο στάδια, όπου η ανάπτυξη είναι υψηλή για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα (για παράδειγμα, την περίοδο του διπλώματος ευρεσιτεχνίας) και πέφτει απότομα σε ένα σταθερό ποσοστό μετά από αυτό. Ο αναμενόμενος ρυθμό ανάπτυξης για μια επιχείρηση που έχει «γενικές» πηγές

ανάπτυξης είναι πιο πιθανό να μειωθεί σταδιακά με την πάροδο του χρόνου, όπως οι νέοι ανταγωνιστές εισέρχονται. Η ταχύτητα με την οποία αυτό το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα αναμένεται είναι συνάρτηση πολλών παραγόντων, μεταξύ των οποίων: η Φύση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, η Αρμοδιότητα της διαχείρισης της επιχείρησης και, η Ευκολία εισόδου στον κλάδο της επιχείρησης.

Όλοι οι παραπάνω παράγοντες συνοψίζονται και παρουσιάζονται στο σχήμα 1.3, με τα κατάλληλα μοντέλα προεξοφλημένων ταμειακών ροών να επισημαίνονται για κάθε συνδυασμό των παραγόντων.



Διάγραμμα 1.3: Αλγόριθμος Επιλογής Μοντέλου Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Damodaran, ό.π., σελ. 1352)

1.7 Η επιλογή του κατάλληλου μοντέλου Σχετικής Αποτίμησης

Πολλοί αναλυτές επιλέγουν να αποτιμήσουν περιουσιακά στοιχεία με μοντέλα Σχετικής Αποτίμησης. Με την πραγματοποίηση αυτής της επιλογής, δύο βασικά ερωτήματα πρέπει να απαντηθούν (Damodaran, ό.π., σελ. 1353) - Ποια πολλαπλάσια θα χρησιμοποιηθούν στην αποτίμηση; Τα πολλαπλάσια αυτά θα βασίζονται στον κλάδο ή στο σύνολο της αγοράς;

1.7.1 Επιλογή κατάλληλου Πολλαπλάσιου

Μερικά πολλαπλάσια βασίζονται σε κέρδη, κάποια σε λογιστική αξία και κάποια στα έσοδα. Για μερικά πολλαπλάσια, χρησιμοποιούνται τρέχουσες τιμές και για άλλα χρησιμοποιούνται οι τιμές των προβλέψεων. Δεδομένου ότι το αποτέλεσμα της αποτίμησης μπορεί να διαφέρει πολύ με τη χρήση διαφορετικών πολλαπλάσιων, η απόφαση σχετικά με ποια θα χρησιμοποιηθούν μπορεί να κάνει μεγάλη διαφορά. Υπάρχουν τρεις τρόποι για να απαντηθεί το ερώτημα αυτό-το πρώτο είναι να υιοθετηθεί η κυνική άποψη ότι θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν πολλαπλάσια που αντανακλά τις προκαταλήψεις του εκτιμητή, η δεύτερη είναι ο υπολογισμός της αξίας με διαφορετικά πολλαπλάσια και χρησιμοποίηση όλων των τιμών και η τρίτη είναι να επιλεγεί το καλύτερο πολλαπλάσιο και να βασιστεί η αποτίμηση σε αυτό.

Σχετικά με την επιλογή του καλύτερου Πολλαπλάσιου, αναφέρεται (Damodaran, ό.π., σελ. 1354) ότι οι καλύτερες εκτιμήσεις της αξίας συνήθως λαμβάνονται με τη χρήση του πολλαπλάσιου που είναι το πλέον κατάλληλο για μια επιχείρηση. Υπάρχουν τρεις τρόποι με τους οποίους μπορείτε να βρεθεί αυτό το πολλαπλάσιο.

- Η προσέγγιση βασιζόμενη στα Fundamentals: Θα πρέπει να εξεταστεί η χρήση της μεταβλητής που έχει τον πιο υψηλό βαθμό συσχέτισης με την αξία της εταιρείας. Για παράδειγμα, η τρέχουσα αξία και τα κέρδη έχουν πολύ πιο υψηλή συσχέτιση με τις εταιρείες καταναλωτικών προϊόντων από τις εταιρείες τεχνολογίας. Χρησιμοποιώντας την τιμή προς κέρδη έχει περισσότερο νόημα για τις πρώτες ό, τι για τις δεύτερες.
- Η Στατιστική προσέγγιση: Θα μπορούσαν να γίνουν παλινδρομήσεις για το κάθε πολλαπλάσιο κατά τις βασικές αρχές που καθορίζουν την αξία σε μια επιχείρηση και με χρήση του R^2 της παλινδρόμησης ως ένα μέτρο του πόσο καλά το πολλαπλάσιο λειτουργεί στον τομέα αυτό. Τα πολλαπλάσια με το υψηλότερο R^2 είναι εκείνα που εξηγούνται καλύτερα χρησιμοποιώντας βασικές αρχές και θα πρέπει να είναι και τα πολλαπλάσια που θα χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση εταιρειών στον εν λόγω τομέα.
- Η συμβατική πολλαπλή προσέγγιση: με την πάροδο του χρόνου, βλέπουμε συνήθως ένα συγκεκριμένο πολλαπλάσιο να γίνεται πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο για έναν συγκεκριμένο τομέα. Για παράδειγμα, η αναλογία τιμή/ πωλήσεις είναι πιο συχνά χρησιμοποιούμενη για την ανάλυση εταιρειών λιανικής πώλησης.

Σε έναν ιδανικό κόσμο, θα πρέπει όλες οι τρεις προσεγγίσεις να συγκλίνουν - τα θεμελιώδη που εξηγούν καλύτερα την αξία πρέπει επίσης να έχουν το υψηλότερο R^2 όπως και τα συμβατικά πολλαπλάσια που χρησιμοποιούνται στον τομέα. Στην πραγματικότητα, όταν η χρήση συμβατικών πολλαπλάσιων δεν αντικατοπτρίζει βασικά στοιχεία, το οποίο μπορεί να συμβεί εάν ο τομέας βρίσκεται σε μεταβατικό στάδιο ή εξελίσσεται, θα υπάρχουν παραπλανητικές εκτιμήσεις της αξίας.

1.7.2 Αποτίμηση Αγοράς ή Κλάδου

Στις περισσότερες σχετικές αποτιμήσεις, εκτιμάται η αξία μιας επιχείρησης σχετικά με άλλες επιχειρήσεις στον κλάδο που δραστηριοποιείται και απαντάται η ερώτηση: Με δεδομένο πως οι άλλες επιχειρήσεις στο χώρο (τομέα) αποτιμώνται από την αγορά, αυτή η εταιρεία υπερτιμάται ή υποτιμάται; Μέσα σε αυτή την προσέγγιση, μπορούν να οριστούν συγκρίσιμες επιχειρήσεις στενά ως επιχειρήσεις που δεν λειτουργούν μόνο στον κλάδο στην οποία η εταιρεία λειτουργεί, αλλά και να μοιάζει με την εταιρία από την άποψη του μεγέθους ή της αγοράς που ανταγωνίζεται, και σε αυτή την περίπτωση θα υπάρχουν πολύ πιο πολλές συγκρίσιμες επιχειρήσεις. Αν προσπαθεί να γίνει υποκειμενικός έλεγχος για τις διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων, θα πρέπει να μείνει η στενή ομάδα. Εάν, από την άλλη πλευρά, ο έλεγχος για τις διαφορές γίνει στατιστικά - θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί ο ευρύτερος ορισμός. Η προσέγγιση που χρησιμοποιείτε για τη σχετική εκτίμηση θα εξαρτηθεί επίσης από το ποίος είναι ο στόχος. Αν, εστιάζοντας σε ένα κλάδο, γίνονται κρίσεις σχετικά με υπέρ και υπό-τιμημένες μετοχές, η σχετική αποτίμηση γίνεται βάσει κλάδου. Αν αναζητούνται υπό ή υπερτιμημένες μετοχές σε όλη την αγορά, θα πρέπει να εφαρμοστεί η δεύτερη προσέγγιση.

1.8 Η επιλογή για τη χρήση μοντέλων Πιθανών Απαιτήσεων

Οι ακόλουθες γενικές προτάσεις μπορούν να ληφθούν υπόψη σας κατά τη χρήση μοντέλων αποτίμησης πιθανών απαιτήσεων (Damodaran, ό.π., σελ. 1357).

- Η χρήση των μοντέλων πρέπει να περιορίζεται εκεί που κάνει τη μεγαλύτερη διαφορά στην αποτίμηση: Σε γενικές γραμμές, οι επιλογές θα επιδράσουν περισσότερο στην αξία σε μικρότερες επιχειρήσεις που αντλούν το μεγαλύτερο μέρος της αξίας τους από περιουσιακά στοιχεία που μοιάζουν στη μορφή τους με τις επιλογές. Ως εκ τούτου, η αποτίμηση των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας ως επιλογές για την εκτίμηση αξίας μιας εταιρείας έχει περισσότερο νόημα για μια μικρή επιχείρηση βιοτεχνολογίας από ό, τι για ένα μεγάλη φαρμακοβιομηχανία. Ενώ η μεγάλη φαρμακοβιομηχανία μπορεί να έχει δεκάδες πατέντες, αντλεί μεγάλο μέρος της αξίας της από ένα χαρτοφυλάκιο προϊόντων και τις ταμειακές ροές που προκαλεί.
- Οι ευκαιρίες δεν είναι πάντα Πιθανές Απαιτήσεις: Για να γίνουν οι ευκαιρίες πολύτιμες επιλογές θα πρέπει να έχουν κάποιο βαθμό αποκλειστικότητας για την εν λόγω επιχείρηση - αυτό μπορεί να προέλθει από νομικούς περιορισμούς στον ανταγωνισμό ή ένα σημαντικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

- Οι Πιθανές Απαιτήσεις δεν πρέπει να υπολογίζονται διπλά: Για παράδειγμα, τα υπανάπτукτα αποθέματα πετρελαίου που ανήκουν σε μια εταιρεία πετρελαιοειδών. Αν και είναι θεμιτό η αξία αυτών των αποθεματικών, να αποτιμηθεί ως Πιθανή Απαίτηση, δεν θα πρέπει να προστεθεί αυτήν η τιμή σε μια αποτίμηση της εταιρείας βάσει ταμειακών ροών αν αναμένεται ρυθμός ανάπτυξης, που κατά την αποτίμηση είναι υψηλότερος λόγω ακριβώς αυτών των αποθεμάτων της επιχείρησης.

1.9 Συμπεράσματα

Υπάρχουν τρεις βασικές, αν και δεν αλληλοαποκλείονται, μέθοδοι αποτίμησης. Η πρώτη είναι οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές (DCF), όπου οι ταμειακές ροές προεξοφλούνται με σταθμισμένο κατά τον κίνδυνο προεξοφλητικό επιτόκιο για να εκτιμηθεί η αξία. Η ανάλυση μπορεί να γίνει αποκλειστικά από τη σκοπιά των επενδυτών μετοχικού κεφαλαίου, προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων, ή μπορεί να γίνει από την άποψη όλων των αξιώσεων στην επιχείρηση, προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές για την επιχείρηση κατά το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου. Η δεύτερη μέθοδος είναι η σχετική αποτίμηση, εφόσον η αξία των ιδίων κεφαλαίων σε μια επιχείρηση βασίζεται στην αποτίμηση των συγκρίσιμων εταιρειών σε σχέση με τα έσοδα, ταμειακές ροές, λογιστική αξία ή πωλήσεις. Η τρίτη μέθοδος είναι όπου ένα περιουσιακό στοιχείο με τα χαρακτηριστικά ενός δικαιώματος προαίρεσης εκτιμάται χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο αποτίμησης Πιθανών Απαιτήσεων. Επιπρόσθετα, η κάθε μια από τις παραπάνω τρεις μεθόδους έχει διαφορετικά μοντέλα. Η επιλογή του κατάλληλου υποδείγματος θα πρέπει να οδηγείται σε μεγάλο βαθμό από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης/περιουσιακών στοιχείων που είναι υπό εκτίμηση - το επίπεδο των εσόδων, το αναπτυξιακό της δυναμικό, τις πηγές των εσόδων από την ανάπτυξη, τη σταθερότητα της μόχλευσης και την μερισματική πολιτική της. Συνδυάζοντας το μοντέλο αποτίμησης με το περιουσιακό στοιχείο ή την εταιρεία που είναι υπό εκτίμηση είναι εξίσου σημαντικό μέρος της αποτίμησης, όπως η κατανόηση των μοντέλων και τα κατάλληλα δεδομένα εισόδου. Μόλις αποφασιστεί η μια ή η άλλη από αυτές τις προσεγγίσεις, υπάρχουν περισσότερες επιλογές - αν πρέπει να χρησιμοποιηθεί αποτίμηση ιδίων κεφαλαίων ή αποτίμηση εταιρείας στο πλαίσιο της αποτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, ποιο πολλαπλάσιο θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί για επιχειρήσεις ή ίδια κεφάλαια και τι είδους πιθανή απαίτηση είναι ενσωματωμένη σε μια επιχείρηση.

1.10 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

1. Damodaran Aswath, "Investment Valuation", John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002, Chapter 2 & 35
2. Dermine Jean, "Bank Valuation: with an Application to the Implicit Duration of the Non Maturing Deposits", Working Paper, INSEAD Business School, 2008
3. Fernandez Pablo, "Valuing Companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories", Working Paper, IESE Business School, 2006
4. Fernandez Pablo, "Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations", Working Paper, IESE Business School, 2007
5. Fernandez Pablo, "Valuation using multiples: how do analysts reach their conclusions?", Working Paper, IESE Business School, 2001
6. Koller T., Goedhart M., and Wessels D., "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", John Wiley & Sons Inc., 5th Edition, 2010, Chapter 1
7. Pinto J., Henry E., Robinson T., Stowe J., and Cohen A., "Equity Asset Valuation", John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2010, Chapter 1

Κεφάλαιο 2. Αποτίμηση μη-εισηγμένης επιχείρησης

2.1 Εισαγωγή

Οι μη-εισηγμένες επιχειρήσεις κυμαίνονται σε μέγεθος από μικρές οικογενειακές επιχειρήσεις σε άλλες που ανταγωνίζονται μεγάλες επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Οι αρχές της αποτίμησης παραμένουν οι ίδιες, αλλά υπάρχουν προβλήματα εκτίμησης που είναι μοναδικά στις ιδιωτικές επιχειρήσεις (Damodaran, 2002, σελ. 928), (Feldman, 2005, σελ. 46). Οι διαθέσιμες πληροφορίες για την εκτίμηση τείνουν να είναι πολύ πιο περιορισμένες, τόσο από την άποψη της ιστορίας όσο και του βάθους, δεδομένου ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις συχνά δεν διέπονται από τα αυστηρά λογιστικά πρότυπα και πρότυπα των εισηγμένων εταιρειών. Επιπλέον, οι τυποποιημένες τεχνικές για την εκτίμηση των παραμέτρων κινδύνου (όπως το beta και η τυπική απόκλιση) απαιτούν τις τιμές της αγοράς για τις μετοχές, δεδομένα που λείπουν για τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Κατά την αποτίμηση των ιδιωτικών επιχειρήσεων, το κίνητρο για τα θέματα αποτίμησης μπορεί επίσης να επηρεάσει την τιμή (Lamb, 2007). Ειδικότερα, η τιμή που εκτιμάται για μια μη-εισηγμένη εταιρεία μπορεί να είναι διαφορετική όταν είναι υπό εκτίμηση προς πώληση σε ένα άτομο, προς πώληση σε μια εισηγμένη εταιρεία ή για μια αρχική δημόσια προσφορά. Πιο συγκεκριμένα, κατά πόσο πρέπει να υπάρξει έκπτωση στην αξία για την δυσκολία ρευστοποίησης και τον κίνδυνο έλλειψης διαφοροποίησης ή για την πριμοδότηση για τον έλεγχο της θα εξαρτηθεί από το κίνητρο για την αποτίμηση. Κάθε ένα από αυτά τα χαρακτηριστικά εξετάζονται στη διάρκεια του παρόντος κεφαλαίου.

2.2 Διαφορές στην Αποτίμηση μη-εισηγμένων

Υπάρχουν μια σειρά από κοινά χαρακτηριστικά των ιδιωτικών επιχειρήσεων με τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις, αλλά υπάρχουν τέσσερις σημαντικές διαφορές που μπορούν να επηρεάσουν το πώς εκτιμούμε τις εισροές για την αποτίμηση (Damodaran, ό.π., σελ. 928).

(1) Οι εισηγμένες επιχειρήσεις διέπονται από ένα σύνολο λογιστικών προτύπων που επιτρέπουν να εντοπιστεί τι περιλαμβάνει κάθε στοιχείο σε ένα δημόσιο δελτίο, αλλά και να συγκριθούν τα κέρδη μεταξύ των επιχειρήσεων. Οι ιδιωτικές εταιρίες, λειτουργούν με πολύ πιο χαλαρές προδιαγραφές και μπορεί να υπάρχουν μεγάλες

διαφορές μεταξύ επιχειρήσεων σχετικά με το πώς τα στοιχεία παρουσιάζονται λογιστικά.

(2) Υπάρχουν πολύ λιγότερες πληροφορίες σχετικά με ιδιωτικές επιχειρήσεις, τόσο από πλευράς του αριθμού των ετών των δεδομένων που είναι συνήθως διαθέσιμα και, το πιο σημαντικό, το ποσό των πληροφοριών που διατίθενται κάθε χρόνο.

(3) Τιμές μετοχών και ιστορικά στοιχεία για την τιμές αυτές μπορεί εύκολα κάποιος να αποκτήσει για τις εισηγμένες εταιρείες, αλλά όχι για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Επιπλέον, δεν υπάρχει έτοιμη αγορά για την εταιρεία ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου που σημαίνει ότι η εκκαθάριση μιας θέσης σε μετοχές σε μια ιδιωτική επιχείρηση μπορεί να είναι πολύ πιο δύσκολη (και ακριβή) από ρευστοποίηση μιας θέσης σε μια εισηγμένη εταιρεία. Παρά την έλλειψη σχετικής αγοράς, ο εκτιμητής ενός Private Equity ή Venture Capital οφείλει συχνά να υπολογίσει μια δίκαιη αξία βασισμένη σε μια ή περισσότερες μεθοδολογίες αποτίμησης (IPEV, 2009).

(4) Σε εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις, οι μέτοχοι έχουν την τάση να προσλαμβάνουν διαχειριστές για την διαχείριση της επιχείρησης και οι περισσότεροι μέτοχοι κατέχουν μετοχές σε διάφορες εταιρείες στα χαρτοφυλάκιά τους. Ο ιδιοκτήτης μιας ιδιωτικής επιχείρησης τείνει να είναι στενά συνδεδεμένος με τη διαχείριση και συχνά έχει επενδύσει όλο τον πλούτο του στην επιχείρηση. Η απουσία διάκρισης μεταξύ του ιδιοκτήτη και της διαχείρισης μπορεί να οδηγήσει σε ανάμειξη των προσωπικών εξόδων με τα έξοδα των επιχειρήσεων και σε αδυναμία να γίνει διάκριση μεταξύ του μισθού της διαχείρισης και των μερισμάτων (ή κάτι ανάλογο). Κάθε μία από τις διαφορές που αναφέρονται πιο πάνω μπορεί να αλλάξει την αξία μιας εταιρείας επηρεάζοντας τα προεξοφλητικά επιτόκια, τις ταμειακές ροές και τους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης.

2.3 Εκτίμηση Παραμέτρων Μοντέλου Αποτίμησης

Η αξία μιας ιδιωτικής επιχείρησης είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών προεξοφλημένων με ένα κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Δεδομένου ότι αυτό το υπόδειγμα δεν είναι διαφορετικό από αυτό που χρησιμοποιείται για την αξία των εισηγμένων εταιρειών, οι διαφορές μεταξύ των ιδιωτικών επιχειρήσεων και των εισηγμένων εμφανίζονται στην εκτίμηση των παραμέτρων στο πρότυπο προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

2.3.1 Συντελεστής Προεξόφλησης

Αν επιλέξουμε να εκτιμήσουμε τα Ίδια Κεφάλαια, προεξοφλούνται οι ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων, ενώ αν επιλέξουμε την αξία της επιχείρησης, οι ταμειακές ροές προεξοφλούνται με το κόστος του κεφαλαίου. Ενώ οι θεμελιώδεις ορισμοί δεν έχουν αλλάξει, η διαδικασία της εκτίμησης μπορεί να χρειαστεί να αλλάξει λόγω των ιδιαίτερων περιστάσεων που περιβάλλουν τις ιδιωτικές εταιρείες (Damodaran, ό.π., σελ. 930).

Κόστος των ιδίων κεφαλαίων

Κατά την εκτίμηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων για τις εισηγμένες επιχειρήσεις, ο κίνδυνος των επενδύσεων εξετάζεται μέσα από τον οριακό επενδυτή σε αυτές τις επιχειρήσεις. Με την πρόσθετη προϋπόθεση ότι αυτοί οι επενδυτές είναι καλά διαφοροποιημένοι, είμαστε σε θέση να καθορίσουμε τον κίνδυνο από την άποψη του κινδύνου που προστίθεται σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο ή τον κίνδυνο αγοράς. Το beta (στο CAPM) και τα betas (σε πολύ-παραμετρικά μοντέλα), που μετρούν τον εν λόγω κίνδυνο, έχουν συνήθως εκτιμηθεί με τη χρήση ιστορικών τιμών των μετοχών. Η απουσία των ιστορικών πληροφοριών για τις τιμές για την εταιρεία ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου και η αποτυχία από την πλευρά πολλών ιδιωτικών επιχειρήσεων να διαφοροποιηθούν μπορεί να δημιουργήσει σοβαρά προβλήματα με την εκτίμηση και τη χρήση beta συντελεστών για τις εταιρείες αυτές.

Προσεγγίσεις στην Εκτίμηση συντελεστή beta χαρτοφυλακίων

Η τυπική διαδικασία εκτίμησης της beta του CAPM γίνεται με παλινδρόμηση των αποδόσεων των μετοχών κατά αποδόσεις της αγοράς. Πολύ-παραμετρικά μοντέλα χρησιμοποιούν άλλες στατιστικές τεχνικές, αλλά απαιτούν, επίσης, ιστορικές πληροφορίες για τις τιμές. Ελλείπει τέτοιων πληροφοριών, όπως συμβαίνει με τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, υπάρχουν τρεις τρόποι με τους οποίους μπορούμε να εκτιμήσουμε τους συντελεστές beta.

1. Beta Λογιστικής

Αν και οι πληροφορίες για τις τιμές δεν είναι διαθέσιμες για ιδιωτικές επιχειρήσεις, τα λογιστικά κέρδη είναι. Θα μπορούσε να γίνει παλινδρόμηση των αλλαγών στα λογιστικά κέρδη της ιδιωτικής επιχείρησης έναντι αλλαγών στα κέρδη για τον κατάλληλο δείκτη χρηματιστηρίου για να υπολογιστεί το beta λογιστικής.

$$\Delta \text{Earnings}_{\text{Private firm}} = a + b \Delta \text{Earnings}_{\text{S\&P 500}}$$

Η κλίση της παλινδρόμησης (β) είναι το beta λογιστικής για την επιχείρηση. Χρησιμοποιώντας λειτουργικά κέρδη θα απέδιδε ένα unlevered beta, ενώ με τα καθαρά έσοδα θα αποφέρει ένα levered ή beta για τα ίδια κεφάλαια. Υπάρχουν δύο σημαντικοί περιορισμοί με αυτή την προσέγγιση. Ο πρώτος είναι ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις μετρούν συνήθως τα κέρδη μόνο μία φορά το χρόνο, οδηγώντας σε παλινδρομήσεις με ορισμένες παρατηρήσεις και περιορισμένη στατιστική ισχύς. Το δεύτερο είναι ότι τα κέρδη συχνά εξομαλύνονται και υπόκεινται σε λογιστικές κρίσεις, που οδηγούν σε μη ακριβή μέτρηση των beta συντελεστών λογιστικής.

2. Beta βάσει Θεμελιωδών

Αναφέρονται (Damodaran, ό.π., σελ. 932) εμπειρικές σχέσεις ανάμεσα στους συντελεστές beta και επτά μεταβλητές - διανομή μερισμάτων, αύξηση του ενεργητικού, μόχλευση, ρευστότητα, μέγεθος του ενεργητικού, μεταβλητότητα κερδών και beta λογιστικής. Επίσης μια παλινδρόμηση με τέσσερις μεταβλητές: συντελεστή διακύμανσης των λειτουργικών εσόδων (CVOI), Λογιστικό χρέος / ίδια κεφάλαια (D / E), η ιστορική αύξηση των κερδών (ζ) και η λογιστική αξία του συνολικού ενεργητικού (TA).

$$\text{Beta} = 0.6507 + 0.25 \text{CVOI} + 0.09 \text{D/E} + 0.54 \zeta - 0.000009 \text{TA} \quad R^2=18\%$$

όπου

CVOI = Συντελεστής Μεταβλητότητας Λειτουργικών Εσόδων

= Τυπική Απόκλιση Λειτουργικών Εσόδων/ Μέση τιμή Λειτουργικών Εσόδων

Θα μπορούσαν να αποτιμηθούν όλες αυτές οι μεταβλητές για μια ιδιωτική εταιρεία να χρησιμοποιηθούν για την εκτίμηση του beta για την επιχείρηση. Ενώ αυτή η προσέγγιση είναι απλή, είναι τόσο καλή όσο και η υποκείμενη παλινδρόμηση. Το χαμηλό R^2 δείχνει ότι οι εκτιμήσεις που προκύπτουν από αυτή είναι πιθανό να έχουν μεγάλα τυπικά σφάλματα.

3. Bottom-up Betas

Κατά την αποτίμηση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, χρησιμοποιήσαμε τους unlevered συντελεστές beta των κλάδων που οι επιχειρήσεις λειτουργούν για να εκτιμηθεί ο συντελεστής beta - το κόστος των ιδίων κεφαλαίων βασίστηκε σε αυτούς τους συντελεστές beta. Παρόμοια εκτίμηση των συντελεστών beta για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις έχει τα ίδια πλεονεκτήματα με τις εισηγμένες επιχειρήσεις. Έτσι, ο beta για μια ιδιωτική εταιρεία χάλυβα μπορεί να εκτιμηθεί εξετάζοντας το μέσο όρο των συντελεστών beta για τις εισηγμένες εταιρείες χάλυβα. Τυχόν διαφορές σε

χρηματοοικονομική ή λειτουργική μόχλευσης μπορεί να ρυθμιστεί για την τελική εκτίμηση. Κατά τη διενέργεια της προσαρμογής των unlevered beta για την μόχλευση, με τις ιδιωτικές εταιρείες, ο λόγος χρέους προς ίδια κεφάλαια που πρέπει να χρησιμοποιείται είναι μια αναλογία αξίας της αγοράς. Αν και πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν το χρέος της λογιστικής αξίας προς ίδια κεφάλαια για να αντικατασταθεί ο λόγος της αγοράς για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, θα προτείνονται μία από τις ακόλουθες εναλλακτικές λύσεις.

α. Ας υποθέσουμε ότι η μόχλευση στην αγορά της ιδιωτικής επιχείρησης θα μοιάζει με το μέσο όρο της βιομηχανία. Αν συμβαίνει αυτό, ο beta levered για την ιδιωτική εταιρεία μπορεί να γραφτεί ως:

β (ιδιωτική εταιρεία) = β (unlevered) (1 + (1 - φορολογικός συντελεστής) (Μέσο Χρέος Κλάδου/ Ίδια Κεφάλαια))

β. Χρησιμοποιώντας το στόχο χρέους της ιδιωτικής επιχείρησης προς ίδια κεφάλαια (αν η διοίκηση είναι διατεθειμένη να καθορίσει έναν τέτοιο στόχο) ή τη βέλτιστη αναλογία του χρέους της (αν κάποιος μπορεί να υπολογιστεί).

β (ιδιωτική εταιρεία) = β (unlevered) (1 + (1 - φορολογικός συντελεστής) (Optimal Ξένα / Ίδια Κεφάλαια))

Η προσαρμογή για λειτουργική μόχλευση είναι απλούστερη και βασίζεται στην αναλογία του κόστους της ιδιωτική εταιρείας, που είναι σταθερό. Εάν το ποσοστό αυτό είναι μεγαλύτερο από το σύνηθες στην βιομηχανία, το beta που χρησιμοποιείται για την ιδιωτική εταιρεία πρέπει να είναι υψηλότερο από το μέσο όρο για την βιομηχανία.

Ρύθμιση για την μη-Διαφοροποίηση

Τα Betas μετρούν τον κίνδυνο που προστέθηκε από μια επένδυση σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Κατά συνέπεια, είναι πλέον κατάλληλα για τις επιχειρήσεις όπου ο οριακός επενδυτής είναι διαφοροποιημένος. Με ιδιωτικές εταιρείες, ο ιδιοκτήτης είναι συχνά ο μοναδικός επενδυτής και ως εκ τούτου μπορεί να θεωρηθεί ως ο οριακός επενδυτής. Επιπλέον, στις περισσότερες ιδιωτικές επιχειρήσεις, ο ιδιοκτήτης τείνει να έχει επενδύσει μεγάλο μέρος της περιουσίας του στην ιδιωτική επιχείρηση και δεν έχει την ευκαιρία να διαφοροποιηθεί. Ως εκ τούτου, μπορεί να υποστηριχθεί ότι οι συντελεστές beta υποεκτιμούν την έκθεση σε κίνδυνο αγοράς σε αυτές τις επιχειρήσεις. Στο όριο, αν ο ιδιοκτήτης έχει όλο τον δικό του πλούτο στην ιδιωτική επιχείρηση και είναι εντελώς undiversified, ο ιδιοκτήτης είναι εκτεθειμένος σε

κάθε κίνδυνος στην επιχείρηση και δεν είναι μόνο ο κίνδυνος της αγοράς (το οποίο είναι αυτό μέτρα το beta). Υπάρχει μια αρκετά απλή προσαρμογή που μπορεί να φέρει αυτό το μη-διαφοροποιήσιμο κίνδυνο στον υπολογισμό του beta.

Για να καταλήξουμε σε αυτή την προσαρμογή, ας υποθέσουμε ότι η τυπική απόκλιση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων στην ιδιωτική εταιρεία (η οποία μετρά το συνολικό κίνδυνο) είναι $\sigma(j)$ και ότι η τυπική απόκλιση του δείκτη της αγοράς είναι $\sigma(m)$. Εάν η αντιστοιχία μεταξύ των μετοχών και του δείκτη ορίζεται να είναι $\rho(jm)$, το beta της αγοράς μπορεί να γραφτεί ως:

$$\text{Market beta} = \rho_{jm} \frac{\sigma_j}{\sigma_m}$$

Για να μετρηθεί η έκθεση στον συνολικό κίνδυνο (σ_j), θα μπορούσε το beta της αγοράς να διαιρεθεί με $\rho(jm)$. Αυτό θα έδινε:

$$\frac{\text{Market Beta}}{\rho_{jm}} = \frac{\sigma_j}{\sigma_m}$$

Αυτό είναι ένα σχετικά τυπικό μέτρο απόκλισης, όπου η τυπική απόκλιση της αξίας Ιδίων Κεφαλαίων της μη-εισηγμένης κλιμακώνεται σε σχέση με την τυπική απόκλιση του δείκτη της αγοράς και προκύπτει το συνολικό beta:

$$\text{Total Beta} = \frac{\text{Market Beta}}{\rho_{jm}}$$

Το συνολικό beta θα είναι υψηλότερο από το beta της αγοράς και θα εξαρτηθεί από το συσχετισμό μεταξύ της επιχείρησης και της αγοράς – τόσο χαμηλότερη είναι η σχέση, όσο μεγαλύτερο είναι το συνολικό beta. Αν η ιδιωτική εταιρεία είναι υπό εκτίμηση προς πώληση, αν και πόσο το beta της αγοράς θα πρέπει να προσαρμόζεται θα εξαρτηθεί από τον πιθανό αγοραστή. Εάν η αποτίμηση είναι για μια αρχική δημόσια εγγραφή, δεν πρέπει να υπάρχει ρύθμιση για τη μη διαφοροποίηση, καθώς οι εν δυνάμει αγοραστές είναι επενδυτές του χρηματιστηρίου. Εάν η αποτίμηση είναι προς πώληση σε άλλο μεμονωμένη ή ιδιωτική επιχείρηση, η έκταση της προσαρμογής θα εξαρτηθεί από το βαθμό στον χαρτοφυλάκιο το οποίο ο αγοραστής είναι διαφοροποιημένη: όσο

περισσότερο διαφοροποιημένος είναι ο αγοραστής, τόσο υψηλότερο είναι η συσχέτιση με την αγορά και τόσο μικρότερη είναι η συνολική προσαρμογή του beta.

Από το κόστος των Ιδίων κεφαλαίων στο Κόστος Κεφαλαίου

Για να φτάσει κάποιος από το κόστος των Ιδίων κεφαλαίων στο κόστος κεφαλαίου, χρειάζονται δύο επιπλέον δεδομένα - το κόστος του χρέους, το οποίο μετρά το ρυθμό με τον οποίο οι επιχειρήσεις μπορούν να δανειστούν, και το λόγο του χρέους που καθορίζει τα βάρη στον υπολογισμό του κόστος κεφαλαίου (Damodaran, ό.π., σελ. 938).

Κόστος του χρέους

Το κόστος του χρέους αντιπροσωπεύει τον ρυθμό με τον οποίο μια επιχείρηση μπορεί να δανειστεί χρήματα. Η εκτίμηση για τις εισηγμένες επιχειρήσεις, που χρησιμοποιείται κατά κανόνα είναι είτε οι αποδόσεις των ομολόγων που εκδίδονται από αυτές τις επιχειρήσεις ή οι αξιολογήσεις για αυτά τα ομόλογα. Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις γενικά δεν αξιολογούνται και δεν έχουν ομόλογα σε ισχύ. Κατά συνέπεια, πρέπει να χρησιμοποιηθεί μια από τις παρακάτω εναλλακτικές προσεγγίσεις. Αν η ιδιωτική εταιρεία έχει δανειστεί χρήματα πρόσφατα (τις τελευταίες εβδομάδες ή μήνες), μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το επιτόκιο για το δανεισμό ως κόστος του χρέους. Δεδομένου ότι το κόστος του χρέους πρέπει να είναι τρέχων, ο λογιστικός συντελεστής για χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί στο παρελθόν γενικά δεν είναι ένα καλό μέτρο του κόστους του χρέους. Μια αντιμετώπιση που προτείνεται (Feldman, ό.π., σελ. 82) είναι η χρησιμοποίηση του μοντέλου Altman, για τον υπολογισμό του Z. Εναλλακτικά, (Damodaran, ό.π., σελ. 938) εάν η ιδιωτική εταιρεία είναι υπό εκτίμηση για αρχική δημόσια προσφορά, μπορούμε να υποθέσουμε ότι το κόστος του χρέους για την ιδιωτική εταιρεία θα κινηθεί προς το μέσο κόστος του χρέους του κλάδου στον οποίο η επιχείρηση ανήκει. Μπορεί να υποθεθεί ότι η ιδιωτική εταιρεία, όταν γίνει δημόσια, θα έχει όμοια πολιτική δομής χρέους με συγκρίσιμες επιχειρήσεις.

Οι δείκτες του χρέους

Ο δείκτης του χρέους αντιπροσωπεύει το ποσοστό της αγοραίας αξίας μιας επιχείρησης που έρχεται από τη χρηματοδότηση του χρέους. Για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, χρησιμοποιούμε τις τιμές της αγοράς κοινών μετοχών και τα ομόλογα για να καταλήξουμε σε αυτό το δείκτη. Επειδή δεν θα είναι διαθέσιμες για ιδιωτικές επιχειρήσεις, πρέπει να εξετάσουμε μία από τις παρακάτω επιλογές.

- Στον υπολογισμό των συντελεστών βήτα levered, προτείναμε ότι ο κλαδικός μέσος όρος ή η αναλογία του στόχου του χρέους θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στον

υπολογισμό. Η συνέπεια απαιτεί να χρησιμοποιούν το ίδιο δείκτη του χρέους για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου. Έτσι, εάν ο κλαδικός μέσος όρος του χρέους προς ίδια κεφάλαια χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της levered beta, ο κλαδικός μέσος όρος του χρέους ως ποσοστό του κεφαλαίου θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν για την εκτίμηση του κόστους του κεφαλαίου. Αν το χρέος στόχο να αναλογία των ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό levered beta, το χρέος-στόχο για την πρωτεύουσα Λόγος πρέπει να χρησιμοποιείται σε υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου.

- Αν και οι αξίες της αγοράς των ιδίων κεφαλαίων και δανεισμού δεν είναι διαθέσιμες για ιδιωτικές επιχειρήσεις, μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε κατ'εκτίμηση αξίες της ισότητας και του χρέους από την αποτίμηση, αν και αυτό δημιουργεί κυκλικό συλλογισμό στην ανάλυση. Θα πρέπει να υπολογιστεί το κόστος του κεφαλαίου (και ο λόγος του χρέους) για την εκτίμηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων και χρειαζόμαστε την αξία ιδίων κεφαλαίων για την εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου. Θα μπορούσατε να ξεπεραστεί αυτό το πρόβλημα με την επανάληψη προς μια τιμή - θα μπορούσατε να αρχίσετε με τον λογιστικό δείκτη του χρέους και το κόστος του κεφαλαίου, να γίνει εκτίμηση της επιχείρησης και της αξίας ιδίων κεφαλαίων, και στη συνέχεια χρήση αυτών των αξιών για να καταλήξουμε σε ένα νέο δείκτη του χρέους και το κόστος του κεφαλαίου, και εκ νέου εκτίμηση της εταιρείας και αξίας ιδίων κεφαλαίων. Θα συνεχιστεί μέχρι το χρέος και τα ίδια κεφάλαια τιμές στο κόστος του υπολογισμού του κεφαλαίου συγκλίνουν στην αξίες προς εκτίμηση.

2.3.2 Ταμειακές Ροές

Οι ορισμοί των ταμειακών ροών στα ίδια κεφάλαια και ταμειακών ροών για την επιχείρηση είναι πανομοιότυπα και για τις ιδιωτικές και τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις. Οι ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια είναι η ταμειακή ροή μετά των φόρων, τις πληρωμές του χρέους και τις ανάγκες επανεπένδυσης. Οι ταμειακές ροές της εταιρείας είναι η ταμειακές ροές μετά από φόρους και επανεπενδύσεις, αλλά πριν από τις πληρωμές χρέους. Υπάρχουν τρεις ζητήματα που επηρεάζουν την εκτίμηση των ταμειακών ροών με ιδιωτικές εταιρείες (Damodaran, ό.π., σελ. 942). Το πρώτο είναι ότι πολλές ιδιωτικές επιχειρήσεις δεν θεωρούν επαρκούς μισθούς για τους διαχειριστές ιδιοκτήτες, δεδομένου ότι πολλοί ιδιοκτήτες δεν κάνουν διάκριση μεταξύ του εισοδήματος που λαμβάνουν τη μορφή μερισμάτων και εισόδημα που λαμβάνουν ως μισθούς. Το δεύτερο είναι η ανάμειξη των προσωπικών και επιχειρηματικών δαπανών που εμφανίζεται συχνά σε μικρές ιδιωτικές επιχειρήσεις. Το τρίτο είναι η επίδραση των φόρων στην αξία, δεδομένου ότι το καθεστώς και οι

συντελεστές ατομικής φορολογίας ποικίλλουν πολύ περισσότερο από ό, τι το καθεστώς και οι συντελεστές φορολογίας των επιχειρήσεων.

Μισθοί Ιδιοκτήτη και ταμειακές ροές στα Ίδια Κεφάλαια

Κατά την αποτίμηση των επιχειρήσεων, υπολογίζουμε μια απλή διάκριση μεταξύ των μισθών και των μερισμάτων. Οι μισθοί είναι αποζημίωση για τις επαγγελματικές υπηρεσίες που παρασχέθηκαν στην εταιρεία και θα πρέπει να θεωρούνται λειτουργικά έξοδα. Τα μερίσματα ή άλλες αναλήψεις μετρητών από ίδια κεφάλαια της επιχείρησης είναι οι αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων που επενδύονται και καθορίζουν την αξία των ιδίων κεφαλαίων. Ο διαχωρισμός μεταξύ των διευθυντών και των μετόχων σε εισηγμένες επιχειρήσεις με αποτέλεσμα την διάκριση μεταξύ των μισθών (τα οποία καταβάλλονται στους διευθυντές) και τα μερίσματα (τα οποία καταβάλλονται στους μετόχους) είναι σαφής. Σε μια ιδιωτική επιχείρηση, ο ιδιοκτήτης είναι συχνά διευθυντής της επιχείρησης και ο μόνος επενδυτής του μετοχικού κεφαλαίου της. Οι ιδιοκτήτες δεν πληρώνουν οι ίδιοι το μισθό, σε πολλές μικρές ιδιωτικές επιχειρήσεις, ή ακόμα και αν το κάνουν, ο μισθός δεν αντανakλά τις υπηρεσίες που παρέχουν στην επιχείρηση (Damodaran, ό.π., σελ. 943). Κατά την αποτίμηση μιας ιδιωτικής εταιρείας, οι προβλέψεις βασίζονται στα λειτουργικά έσοδα που αναφέρθηκαν από την εταιρεία. Αν αυτά τα λειτουργικά έσοδα δεν αντανakλούν ένα μισθό προσαρμογής για τον ιδιοκτήτη, θα είναι υπερβολικά και θα οδηγήσουν σε μια τιμή που θα είναι υψηλή. Στις ΗΠΑ, με την χρησιμοποίηση στατιστικών στοιχείων του Bureau of Labor Statistics, μπορεί να υπολογιστεί ένας “δίκαιος” μισθός ανάλογα με τον κλάδο, το μέγεθος και την τοποθεσία της εταιρείας (Feldman, ό.π., σελ. 50).

Ανάμειξη Εταιρικών και Προσωπικών Εξόδων

Η ανάμειξη των επιχειρηματικών και προσωπικών εξόδων είναι ένα ιδιαίτερο πρόβλημα (Damodaran, ό.π., σελ. 944) στην αποτίμηση μικρών ιδιωτικών επιχειρήσεων, αφού οι ιδιοκτήτες συχνά έχουν απόλυτη εξουσία πάνω σε πολλές πτυχές του επιχείρησης. Πολλοί ιδιώτες ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων διατηρούν τα γραφεία στις κατοικίες τους, έχουν οχήματα που διατηρούν για την προσωπική και επαγγελματική χρήση και μοιράζονται τις άλλες υπηρεσίες - τηλέφωνο, internet - μεταξύ εργασίας και σπιτιού. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα μέλη της οικογένειας έχουν προσληφθεί για να γεμίσουν θέσεις-φάντασμα, ώστε να διανέμουν το εισόδημα ή να μειώσουν τους φόρους. Εάν τα προσωπικά έξοδα ενοποιούνται με τα έξοδα των επιχειρήσεων ή με άλλο τρόπο μέρος των επαγγελματικών εξόδων, τα λειτουργικά έσοδα για μια ιδιωτική εταιρεία πρέπει να εκτιμώνται πριν από αυτά τα έξοδα. Η συμβουλευτική εταιρεία Axiom Valuation Solutions, με βάση πρωτογενή στοιχεία από

το Department of Commerce, παρέχει στοιχεία αναφοράς για το μέγεθος των εξόδων ανά κλάδο στις ΗΠΑ ως ποσοστά επί των πωλήσεών τους (Feldman, ό.π., σελ. 50).

Φορολογική επίδραση

Κατά την αποτίμηση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, ο φορολογικός συντελεστής που χρησιμοποιούμε στην αποτίμηση ορίζεται να είναι ο οριακός συντελεστής φορολογίας των επιχειρήσεων. Ενώ διαφορετικές εταιρείες μπορεί να αντιμετωπίζουν διαφορετικό οριακό φορολογικό συντελεστή, οι διαφορές των φορολογικών συντελεστών σε πιθανούς αγοραστές από μια ιδιωτική επιχείρηση μπορεί να είναι πολύ μεγαλύτερες. Στην πραγματικότητα, ο φορολογικός συντελεστής μπορεί να διαφέρει από το συντελεστή φορολογίας των επιχειρήσεων (αν ο πιθανός αγοραστής είναι μια εταιρεία), στον υψηλότερο οριακό φορολογικό συντελεστή για φυσικά πρόσωπα (εάν ο πιθανός αγοραστής είναι ένας πλούσιος ιδιώτης), ή στον χαμηλότερο οριακό φορολογικό συντελεστή, εφόσον ο δυνητικός αγοραστής είναι φυσικό πρόσωπο με χαμηλότερο εισόδημα. Ο φορολογικός συντελεστής θα επηρεάσει τόσο τις ταμειακές ροές (μέσω των μετά φόρων για το εισόδημα) και το κόστος του κεφαλαίου (αν και το κόστος του χρέους). Κατά συνέπεια, η αξία μιας ιδιωτικής εταιρείας μπορεί να ποικίλλει μεταξύ των διαφόρων αγοραστών.

2.3.3 Ανάπτυξη

Ο ρυθμός ανάπτυξης για μια ιδιωτική επιχείρηση μπορεί να εκτιμηθεί με την εξέταση του παρελθόντος (ιστορική ανάπτυξη) ή από βασικές αρχές (το ποσοστό επανεπένδυσης και την απόδοση του κεφαλαίου). Σε αυτή την ενότητα (Damodaran, ό.π., σελ. 948), θα εξετάσουμε ορισμένα από τα θέματα κατά την εκτίμηση της ανάπτυξης της ιδιωτικής επιχείρησης.

Εκτίμηση Ανάπτυξης

Κατά την εκτίμηση της ανάπτυξης για τις εισηγμένες επιχειρήσεις, θα μπορούσαμε να αντλήσουμε στοιχεία από τρεις πηγές - ιστορική ανάπτυξη, τις εκτιμήσεις των αναλυτών και βασικές αρχές. Με τις ιδιωτικές εταιρείες, δεν θα βρούμε τις εκτιμήσεις των αναλυτών της ανάπτυξης και οι ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης πρέπει να χρησιμοποιούνται με προσοχή. Η μετατόπιση στα λογιστικά πρότυπα που χαρακτηρίζουν πολλές ιδιωτικές επιχειρήσεις θα σημαίνει ότι ανέφεραν κέρδη με την πάροδο του χρόνου που μπορεί να μην αντικατοπτρίζουν τις πραγματικές αλλαγές κέρδη. Επιπλέον, το γεγονός ότι τα κέρδη αποτιμώνται σε ετήσια βάση, αντί σε

τριμηνιαία βάση, και η πραγματικότητα ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις τείνουν να είναι νεότερες από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις θα σημαίνει πολύ λιγότερα διαθέσιμα στοιχεία στην ιστορική εκτίμηση της ανάπτυξης. Ως συνέπεια αυτών των κενών στο παρελθόν, την ανάπτυξη και τις εκτιμήσεις των αναλυτών, υπάρχει μια ακόμη μεγαλύτερη εξάρτηση από τις βασικές αρχές στις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των λειτουργικών εσόδων είναι το γινόμενο της τιμής επανεπένδυσης και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων, αν και οι αλλαγές στην απόδοση του κεφαλαίου σε υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να δημιουργήσουν ένα πρόσθετο αντίκτυπο.

Αναμενόμενη αύξηση του ΑΕΠ = Τιμή Επανεπένδυσης * Επιστροφή Κεφαλαίου

Για την εκτίμηση για τα ποσοστά επανεπένδυσης και την απόδοση του κεφαλαίου για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, μπορούμε να αντλήσουμε από την εμπειρία των εισηγμένων επιχειρήσεων στον τομέα.

Η επιμονή της ανάπτυξης

Κατά την αποτίμηση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, η γενική υπόθεση είναι άπειρη ζωή, παρά το γεγονός ότι λαμβάνεται υπόψη ο κίνδυνος η εταιρεία να μην επιβιώσει. Με ιδιωτικές εταιρείες, η υπόθεση της αέναης ζωής πρέπει να γίνει με πολύ μεγαλύτερη προσοχή. Σε αντίθεση με τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις, όπου είναι συνηθισμένη η μετάβαση από το ένα στο άλλο CEO, η μετάβαση είναι πολύ πιο περίπλοκη σε μια ιδιωτική επιχείρηση δεδομένου ότι ο ιδιοκτήτης / διαχειριστής γενικά δεν θέλει να περάσουν τα ηνία της εξουσίας σε έναν ξένο. Αντ' αυτού, ο ιδιοκτήτης φαίνεται να εμπιστεύεται την επόμενη γενιά του ή την οικογένειά της για τη διάδοχη κατάσταση, μια διαδικασία που δεν είναι πάντα επιτυχής. Ποιές είναι οι συνέπειες για την αποτίμηση; Το ένα είναι ότι η τελική αξία για μια ιδιωτική εταιρεία θα είναι χαμηλότερη από την τελική αξία για μια εισηγμένη εταιρεία. Αν υποθέσουμε, στην πραγματικότητα, ότι η επιχείρηση θα παύσει να λειτουργούν σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον - για παράδειγμα όταν ο τωρινός ιδιοκτήτης συνταξιοδοτηθεί - θα χρησιμοποιηθεί μια τιμή εκκαθάρισης για τα περιουσιακά στοιχεία ως τερματική αξία. Σε γενικές γραμμές, η τιμή εκκαθάρισης είναι χαμηλότερη από την αξία των συνεχιζόμενων δραστηριοτήτων. Η άλλη είναι ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις, όπου οι ιδιοκτήτες έχουν σχέδιο για τη μετάβαση στην επόμενη γενιά θα αξιζούν περισσότερο από τις ιδιωτικές εταιρείες που δεν κάνουν αυτές τις ρυθμίσεις. Ορισμένες ιδιωτικές επιχειρήσεις, ειδικά καθώς μεγαλώνουν, μοιάζουν με τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις με τους όρους που έχουν επαγγελματίες διαχειριστές. Με αυτές τις

επιχειρήσεις, η υπόθεση της άπειρης ανάπτυξης που χρησιμοποιείται με τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις μπορεί να διατηρηθεί.

2.3.4 Εκπτώσεις λόγω έλλειψης δυνατότητας ρευστοποίησης

Όταν παίρνετε μια θέση σε μετοχές σε μια οντότητα, γενικά είναι επιθυμητή η δυνατότητα ρευστοποίησης της θέσης αυτής, αν χρειαστεί. Η ανάγκη για ρευστότητα τίθεται όχι μόνο επειδή ελήφθησαν υπόψη οι ταμειακές ροές αλλά και γιατί μπορεί να θέλετε να αλλάξετε το χαρτοφυλάκιο των συμμετοχών. Με τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις, η εκκαθάριση είναι απλή και γενικά έχει ένα χαμηλό κόστος - το κόστος συναλλαγών είναι ένα μικρό ποσοστό της αξίας. Με τα ίδια κεφάλαια σε μια ιδιωτική επιχείρηση, το κόστος εκκαθάρισης ως ποσοστό της αξίας της επιχείρησης μπορεί να είναι σημαντικό. Συνεπώς, η αξία των ιδίων κεφαλαίων σε μια ιδιωτική επιχείρηση μπορεί να πρέπει να προεξοφλείται για αυτή την έλλειψη δυνατότητας ρευστοποίησης. Σε αυτή την ενότητα (Damodaran, ό.π., σελ. 951), θα εξετάσουμε τους καθοριστικούς παράγοντες αυτής της έκπτωσης και τον καλύτερο τρόπο για την εκτίμηση.

Καθοριστικοί παράγοντες της Έκπτωσης λόγω έλλειψης δυνατότητας ρευστοποίησης
Η έκπτωση έλλειψης ρευστότητας είναι πιθανόν να διαφέρει μεταξύ τόσο των επιχειρήσεων όσο και των αγοραστών. Ας εξετάσουμε πρώτα μερικούς από τους παράγοντες που μπορεί να προκαλέσουν διαφοροποίηση στην έκπτωση μεταξύ των επιχειρήσεων.

1. Ρευστότητα των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης: Το γεγονός ότι μια ιδιωτική εταιρεία είναι δύσκολο να πωληθεί είναι δυνατόν να καταστεί άνευ αντικειμένου αν τα περιουσιακά της στοιχεία είναι ρευστοποιήσιμα και μπορεί να πωληθεί χωρίς σημαντική απώλεια αξία. Μια ιδιωτική εταιρεία με σημαντικές συμμετοχές σε μετρητά και εμπορεύσιμα χρεόγραφα θα πρέπει να έχει χαμηλότερη έκπτωση για έλλειψη ρευστότητας από μια με εργοστάσια ή με άλλα περιουσιακά στοιχεία για τα οποία υπάρχουν σχετικά λίγοι αγοραστές.

2. Οικονομική ευρωστία και ταμειακές ροές της επιχείρησης: Μια ιδιωτική εταιρεία, η οποία είναι οικονομικά υγιής θα πρέπει να είναι ευκολότερο να πωληθεί από μια που δεν είναι υγιής. Συγκεκριμένα, μια επιχείρηση με δυναμική αύξηση του εισοδήματος και θετικές ταμειακές ροές θα πρέπει να υπόκεινται σε μικρότερη έκπτωση έλλειψης ρευστότητας από μία με αρνητικό εισόδημα και ταμειακές ροές.

3. Δυνατότητα να γίνει εισηγμένη στο μέλλον: Όσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα ότι μια ιδιωτική εταιρεία μπορεί να γίνει εισηγμένη στο μέλλον, τόσο χαμηλότερη θα πρέπει να είναι η έκπτωση λόγω έλλειψης ρευστότητας που συνδέεται με την αξία. Στην πραγματικότητα, η πιθανότητα να εισαχθεί είναι ενσωματωμένη στην αποτίμηση της ιδιωτικής επιχείρησης.

4. Μέγεθος της επιχείρησης: Η έκπτωση λόγω έλλειψης ρευστότητας ως ποσοστό της αξίας της επιχείρησης, θα πρέπει να γίνει μικρότερη με το μέγεθος των αυξήσεων της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, η έκπτωση λόγω έλλειψης ρευστότητας θα πρέπει να είναι μικρότερο ως ποσοστό της αξίας επιχείρησης για τις επιχειρήσεις όπως η Cargill και Koch Industries, οι οποίες αξίζουν δισεκατομμύρια δολάρια, από ό, τι θα πρέπει να είναι για μια μικρή εταιρεία αξίας 15 εκατ. δολαρίων. Η έκπτωση λόγω έλλειψης ρευστότητας είναι επίσης δυνατόν να διαφέρει σε πιθανούς αγοραστές, επειδή η επιθυμία για ρευστότητα ποικίλλει μεταξύ των ατόμων. Είναι πιθανό ότι οι αγοραστές που έχουν βαθιές τσέπες και λίγη ή καθόλου ανάγκη να εξαργυρώσουν τις θέσεις των μετοχικών τίτλων τους, θα αποδίδουν πολύ χαμηλότερα εκπτώσεις λόγω έλλειψης ρευστότητας στην τιμή, για παρόμοιες επιχειρήσεις, από τους αγοραστές που έχουν λιγότερο περιθώριο ασφαλείας.

Εμπειρικά στοιχεία και Τυπική πρακτική

Η έκπτωση λόγω έλλειψης ρευστότητας που συνδέεται με αποτίμηση ιδιωτικών εταιρειών είναι πολύ δύσκολο να αποτιμηθεί εμπειρικά και πολλά από τα στοιχεία σχετικά με τις εκπτώσεις έλλειψης ρευστότητας προέρχονται από την εξέταση "Περιορισμένων μετοχών" σε εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις. Περιορισμένες μετοχές είναι οι τίτλοι που εκδίδονται από μια εισηγμένη εταιρεία, αλλά δεν έχουν καταχωρηθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μπορούν να πωληθούν μέσω ιδιωτικών τοποθετήσεων για τους επενδυτές, αλλά δεν μπορούν να μεταπωληθούν στην ανοικτή αγορά για περίοδο κατοχής δύο ετών, και περιορισμένα ποσά μπορούν να πωληθούν μετά από αυτή. Όταν οι μετοχές αυτές εκδίδονται, η τιμή έκδοσης είναι κατά πολύ χαμηλότερη από την τιμή που επικρατεί στην αγορά, η οποία είναι παρατηρήσιμη, και η διαφορά θεωρείται ως έκπτωση για έλλειψη ρευστότητας. Τα αποτελέσματα των τριών μελετών που έχουν εξετάσει το μέγεθος αυτής της έκπτωσης συνοψίζονται (Damodaran, ό.π., σελ. 952):

- Maher εξετάζοντας αγορές περιορισμένων μετοχών που γίνονται από τέσσερα αμοιβαία κεφάλαια στην περίοδο 1969-1973 κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι διαπραγματεύονται μια μέση έκπτωση 35,43% με τις εισηγμένες μετοχές των ίδιων εταιρειών.

- Moroney αναφέρεται μέση έκπτωση 35% για εξαγορές από 146 περιορισμένων μετοχών από 10 εταιρείες επενδύσεων, χρησιμοποιώντας δεδομένα από το 1970.
- Silber εξετάζοντας περιορισμένες μετοχές στη διάρκεια 1984 – 1989, διαπίστωσε ότι η μέση έκπτωση είναι 33,75%.

Εν κατακλείδι, λοιπόν, φαίνεται να υπάρχει μια ουσιαστική έκπτωση που επισυνάπτεται, τουλάχιστον κατά μέσο όρο, όταν μια επένδυση δεν είναι ρευστοποιήσιμη. Ένα μεγάλο μέρος της πρακτικής της εκτίμησης έκπτωσης λόγω έλλειψης ρευστότητας φαίνεται να στηρίζεται σε αυτούς τους μέσους όρους. Για παράδειγμα, ο πρακτικός κανόνας συχνά είναι η έλλειψη ρευστότητας να δίνει μια έκπτωση στο 20-30% της εκτιμώμενης αξίας της και φαίνεται να υπάρχει ελάχιστη ή καμία μεταβολή σε όλες την επιχειρήσεις.

Παρ' όλα αυτά, η συμβατική πρακτική της χρησιμοποίησης σταθερής εκπτώσεις σε ιδιωτικές επιχειρήσεις είναι λάθος και θα πρέπει να γίνεται προσαρμογή για τις διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων (Damodaran, ό.π., σελ. 954). Στη βιβλιογραφία (Feldman, ό.π., σελ. 91) αναφέρονται διαφορές στην πρακτική αντιμετώπιση μεταξύ S και C επιχειρήσεων.

2.3.5 Κίνητρα Αποτίμησης και Εκτιμήσεις αξίας

Η διαδικασία της εκτίμησης μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τον πιθανό αγοραστή της επιχείρησης (Damodaran, ό.π., σελ. 954). Με το συντελεστή beta, για παράδειγμα, το beta της αγοράς θα πρέπει να χρησιμοποιείται αν ο πιθανός αγοραστής είναι μια εισηγμένη εταιρεία ή ένας ιδιώτης επενδυτής χρηματιστηρίου (σε μια αρχική δημόσια προσφορά) και ένα συνολικό beta θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί εάν ο δυνητικός αγοραστής είναι ένα ιδιωτικό μέρος. Παρόμοια επιχειρήματα σχετικά με το κόστος του χρέους και των ταμειακών ροών μπορούν να γίνουν. Ο παρακάτω Πίνακας 2.1 συνοψίζει τις διαφορές με τον τρόπο που υπολογίζουμε τις δεδομένα εισόδου στην αποτίμηση για διαφορετικά κίνητρα αποτίμησης.

Πίνακας 2.1: Εκτίμηση Δεδομένων Εισόδου για αποτίμηση: Κίνητρα Αποτίμησης (Damodaran, ό.π., σελ. 958)

	Αποτίμηση για πώληση σε μια μη εισηγμένη οντότητα	Αποτίμηση για πώληση σε μια εισηγμένη επιχείρηση ή για αρχική δημόσια προσφορά
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Με βάση ένα συνολικό beta με την συσχέτιση να αντανakλά τη διαφοροποίηση του αγοραστή	Με βάση το beta της αγοράς καθώς ο οριακός επενδυτής είναι διαφοροποιημένος
Κόστος Δανεισμού	Μπορεί να αντανakλά επιπρόσθετο spread λόγω της μη εισηγμένης	Με βάση συνθετική αξιολόγηση, βλέποντας εισηγμένες επιχειρήσεις
Λειτουργικές Χρηματοροές	Ο φορολογικός συντελεστής θα πρέπει να είναι της μη εισηγμένης	Εταιρικός Οριακός συντελεστής φορολόγησης
Ζωή Επιχείρησης	Υπολειπόμενη αξία για πεπερασμένη ζωή ή αξία ρευστοποίησης	Άπειρη ζωή κατά την εκτίμηση της υπολειπόμενης αξίας
Έκπτωση λόγω έλλειψης δυνατότητας ρευστοποίησης	Έκπτωση λόγω έλλειψης ρευστότητας	Καμία έκπτωση λόγω έλλειψης ρευστότητας

Τα αποτελέσματα από τη χρήση διαφορετικών προσεγγίσεων για την εκτίμηση των ποσοστών έκπτωσης και των ταμειακών ροή, ανάλογα με τον πιθανό αγοραστή, μπορεί να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην αξία. Γενικά, μια ιδιωτική επιχείρηση που είναι προς πώληση θα πρέπει να αποτιμάται υψηλότερα από μια εισηγμένη επιχείρηση, σε σύγκριση με μια οντότητα του ιδιωτικού τομέα. Αυτό μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι τα προεξοφλητικά επιτόκια είναι υψηλότερα, όταν υποθέτουμε ότι ο αγοραστής δεν είναι διαφοροποιημένος. Οι ίδιες επιπτώσεις προκύπτουν κατά την εξέταση των εναλλακτικών της δημόσιας εισαγωγής. Η αξία που μια επιχείρηση μπορεί να λάβει από μια δημόσια προσφορά θα υπερβεί την τιμή που θα εισπράξει από νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου. Οι τιμές που λαμβάνονται από μια αρχική δημόσια προσφορά και η πώληση σε εισηγμένη εταιρεία θα πρέπει να βασίζονται σε παρόμοια ποσοστά έκπτωσης, αλλά μπορεί και να διαφέρουν, λόγω του κόστους και των συνεργειών εσόδων. Εάν το δυναμικό για τις συνέργειες αυτές είναι μεγάλο, η πώληση σε μια εισηγμένη εταιρεία μπορεί να οδηγήσει σε μια υψηλότερη τιμή από ό, τι συμβαίνει με την δημόσια προσφορά.

2.4 Θέματα Ελέγχου

Κατά την αποτίμηση μιας εταιρείας, θα πρέπει πάντα να εξεταστούν η ικανότητα και οι δυνάμεις της διαχείρισης της επιχείρησης. Με ιδιωτικές επιχειρήσεις, όπου ο ιδιοκτήτης είναι και διαχειριστής της, αυτή η εξέταση φέρει ειδικό βάρος, αφού ο ιδιοκτήτης έχει απόλυτο έλεγχο. Σε αντίθεση, σε μια εισηγμένη εταιρεία, ανίκανη διαχείριση μπορεί συχνά να αντικατασταθεί, αν αρκετοί μέτοχοι μπορούν να είναι πεπεισμένοι ότι είναι προς το συμφέρον τους να το πράξουν. Υπάρχουν επιπτώσεις για την αποτίμηση, εφόσον ένα μέρος μιας ιδιωτικής εταιρείας προσφέρεται για πώληση. Εάν το τμήμα παρέχει τον έλεγχο της επιχείρησης, δηλαδή, το δικαίωμα να επιβιβάζουν της επιχείρησης διαχείρισης, θα πρέπει να έχει μια σημαντικά υψηλότερη τιμή από ό, τι αν δεν παρέχει αυτή τη δύναμη. Κανονικά, αυτό θα σήμαινε ότι το 51% των μετοχών μιας ιδιωτικής εταιρείας θα πρέπει να εμπορεύονται σε σημαντική προσαύξηση πάνω από το 49%. Αυτό ισχύει αν μια επιχείρηση είναι να πωληθεί σε μια ιδιωτική οντότητα ή μια εισηγμένη εταιρεία, και μπορεί να προκύψει σε μια αρχική δημόσια εγγραφή. Αν, για παράδειγμα, είναι μόνο μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου ή εταιρικά μερίδια με μειωμένο δικαίωμα ψήφου που προσφέρονται στους επενδυτές στην δημόσια εγγραφή, θα πρέπει να εμπορεύονται με έκπτωση σε σχέση με τις μετοχές με δικαίωμα ψήφου. Αν και η διαίσθηση για την αξία του ελέγχου είναι απλή, η εκτίμηση του πόσο αξίζει είναι λίγο πιο δύσκολη. Η αξία ορίζεται (Damodaran, ό.π., σελ. 962) ως η διαφορά μεταξύ δύο τιμών - την αξία της ιδανικής διαχείρισης της εταιρείας και την αξία της επιχείρησης με τον κατεστημένο φορέα διαχείρισης. Το επιπλέον του μετοχικού κεφαλαίου για την μετάβαση από την μειοψηφία στην πλειοψηφία μπορεί να έχει δυσανάλογες επιπτώσεις στην αξία λόγω του ελέγχου. Η αξία του ελέγχου θα είναι μεγαλύτερη για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις που δεν διαχειρίζονται καλά και θα είναι κοντά στο μηδέν για την άριστη διαχείριση των επιχειρήσεων.

2.5 Συμπέρασμα

Η αξία μιας ιδιωτικής επιχείρησης είναι η παρούσα αξία των ταμιακών ροών που αναμένεται να παράγει, αναγόμενες σε ένα ποσοστό που αντανακλά τόσο τον κίνδυνο της ιδιωτικής επιχείρησης και την συνδυασμό χρέους και μετοχικού κεφαλαίου που χρησιμοποιεί. Ενώ αυτή η δήλωση είναι πανομοιότυπη με αυτή που χρησιμοποιείται για να περιγράψει την αξία μιας εισηγμένης εταιρείας, υπάρχουν διαφορές στον τρόπο που εκτιμώνται αυτές οι εισροές για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, και ακόμη και μεταξύ των ιδιωτικών επιχειρήσεων, ανάλογα με το κίνητρο για την αποτίμηση. Κατά την

αποτίμηση μια ιδιωτικής εταιρείας για την πώληση σε ένα άτομο ή νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, πρέπει να εξεταστούν τρία συγκεκριμένα θέματα. Το πρώτο είναι ότι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, τα οποία μέχρι τώρα υποτίθεται ότι καθορίζονται αποκλειστικά από τον κίνδυνο που δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί, θα πρέπει να προσαρμοστούν για το γεγονός ότι ο πιθανός αγοραστής δεν είναι καλά διαφοροποιημένος. Το δεύτερο είναι ότι συμμετοχές σε ιδιωτικές επιχειρήσεις είναι μη ρευστοποιήσιμες, που οδηγεί σε έκπτωση για την εκτιμώμενη αξία. Οι εκπτώσεις που χορηγούνται σε περιορισμένες μετοχές των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων μπορούν να μας δώσουν χρήσιμες πληροφορίες για το πόσο μεγάλη αυτή η έκπτωση πρέπει να είναι. Το τρίτο είναι ότι το ποσοστό ελέγχου των μετοχών μιας ιδιωτικής εταιρείας μπορεί να εμπορεύονται σε ένα σημαντικό premium σε σχέση με τα δικαιώματα μειοψηφίας. Η αποτίμηση μιας ιδιωτικής εταιρείας για την πώλησή της σε μια εισηγμένη εταιρεία ή για την αρχική δημόσια προσφορά της ακολουθεί μια πολύ πιο συμβατική διαδρομή. Μπορούμε να συνεχίζουμε να υποθέτουμε ότι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα πρέπει να βασίζεται μόνο πάνω στον μη διαφοροποιημένο κίνδυνο και δεν υπάρχει ανάγκη για έκπτωση λόγω έλλειψης δυνατότητας ρευστοποίησης. Μπορεί να υπάρχει ακόμα αξία του ελέγχου, εφόσον στη δημόσια εταιρεία πωλείται μειοψηφικό μερίδιο ή κατά τη δημόσια προσφορά εκδίδονται μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου.

2.6 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

1. Damodaran Aswath, "Investment Valuation", John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002, Chapter 24
2. Feldman Stanley, "Principles of Private Firm Valuation", John Wiley & Sons Inc., 2005
3. IPEV Board, "International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines", September 2009
4. Lamb, D., "Private Company Valuation", White Paper, Blackbaud, Inc., January 2007

Κεφάλαιο 3. Εισαγωγή στις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις

3.1 Εισαγωγή

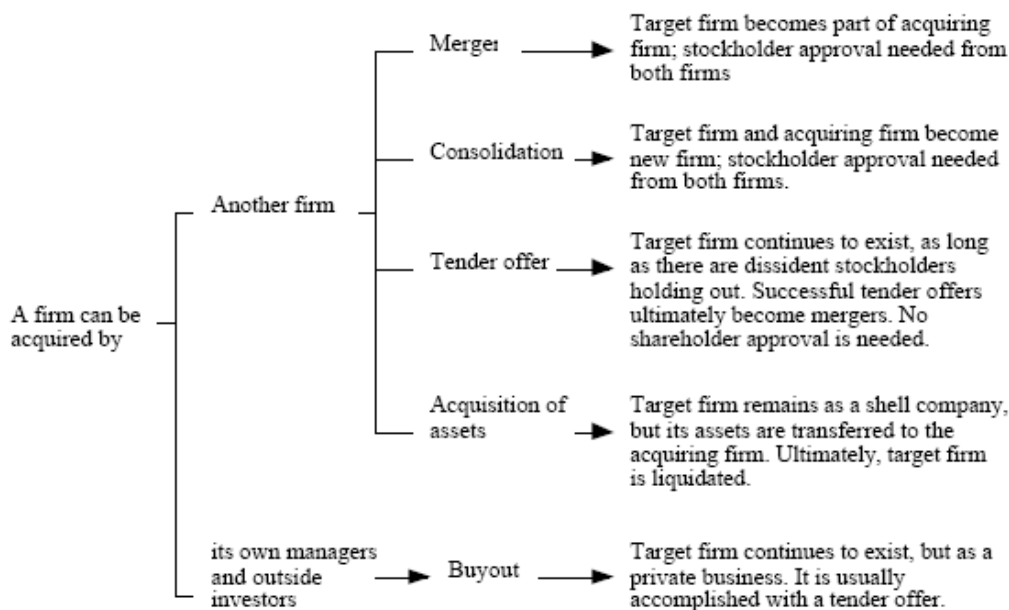
Οι επιχειρήσεις εξαγοράζονται για διάφορους λόγους και οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις έρχονται κατά κύματα ξεκινώντας από το 1900 (Brealey et al., 2001, σελ. 588), (Martynova and Renneboog, 2006). Στη δεκαετία του 1960 και του 1970, διάφορες εταιρείες δημιούργησαν ομίλους με την εξαγορά επιχειρήσεων σε διαφορετικούς τομείς επιχειρηματικής δραστηριότητας. Στη δεκαετία του 1980, εταιρείες αποκτήθηκαν από άλλες επιχειρήσεις, τη δική τους διαχείριση ή πλούσιους επενδυτές, που είδαν δυνητική αξία στην αναδιάρθρωση ή την διάλυση αυτών των εταιρειών. Στη δεκαετία του 1990, είδαμε ένα κύμα συγχωνεύσεων στον κλάδο των μέσων ενημέρωσης, όπως όταν οι επιχειρήσεις τηλεπικοινωνιών απέκτησαν επιχειρήσεις ψυχαγωγίας και οι επιχειρήσεις ψυχαγωγίας απέκτησαν εταιρείες καλωδιακής τηλεόρασης. Επιχειρήσεις έχουν επίσης αποκτήσει ή συγχωνευτεί με άλλες επιχειρήσεις για να εκμεταλλευτούν τα οφέλη της συνέργειας, υπό τη μορφή είτε υψηλότερης ανάπτυξης ή χαμηλότερου κόστους. Οι εξαγορές φαίνεται να προσφέρουν στις επιχειρήσεις ένα σύντομο δρόμο στην επίτευξη των στρατηγικών τους στόχων, αλλά η διαδικασία έχει το κόστος της. Εκτιμήσεις της ετήσιας αξίας των δραστηριοτήτων Εξαγορών και Συγχωνεύσεων σε Παγκόσμιο επίπεδο δίνουν τα \$2.2τρις (KPMG, 2000). Η αγορά για Εξαγορές και Συγχωνεύσεις μεγάλωσε σημαντικά από το 2009 στο 2010. Σε αυτή την περίοδο ο όγκος των συμφωνιών αυξήθηκε κατά 26.6% από 3685 σε 4665, ενώ η αξία τους κατά 50.4% από €327.6bn σε €492.6bn. Εξετάζοντας περισσότερο τα στατιστικά, πρέπει να σημειωθεί ότι ο αριθμός των συμφωνιών ξεπέρασε τις 1000 ανά τρίμηνο το 2010 σε αντίθεση με τον αριθμό του προηγούμενου έτους. Επιπρόσθετα, συναλλαγές στην περιοχή των €500mil+ αυξήθηκαν κατά 74% σε σχέση με το 2009 (Mergermarket, 2010). Έρευνες αναφέρουν (Intralinks, 2010) ότι η δραστηριότητα εξαγορών αναμένεται να ενταθεί τους επόμενους μήνες.

Σε αυτό το κεφάλαιο, παρουσιάζεται μια ταξινόμηση των διαφορετικών τρόπων που μπορεί μια επιχείρηση να εμπλακεί σε μια διαδικασία εξαγοράς ή συγχώνευσης, εξετάζονται τα τέσσερα βασικά στρατηγικά βήματα σε μια εξαγορά, αρχίζοντας με το κίνητρο της εξαγοράς, συνεχίζοντας με τον εντοπισμό και την αποτίμηση της επιχείρησης – στόχου, και την διάρθρωση και πληρωμή της συμφωνίας. Παρουσιάζεται επίσης η διαδικασία που συχνά ακολουθείται κατά τη διενέργεια της συναλλαγής είτε η

εξαγορά γίνεται σε μια δομημένη δημοπρασία ή σε μια πώληση κατόπιν διαπραγμάτευσης. Τέλος, παρουσιάζονται κάποια εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τη δημιουργία αξίας για τις επιχειρήσεις από μια Εξαγορά ή Συγχώνευση.

3.2 Κατηγοριοποίηση Εξαγορών

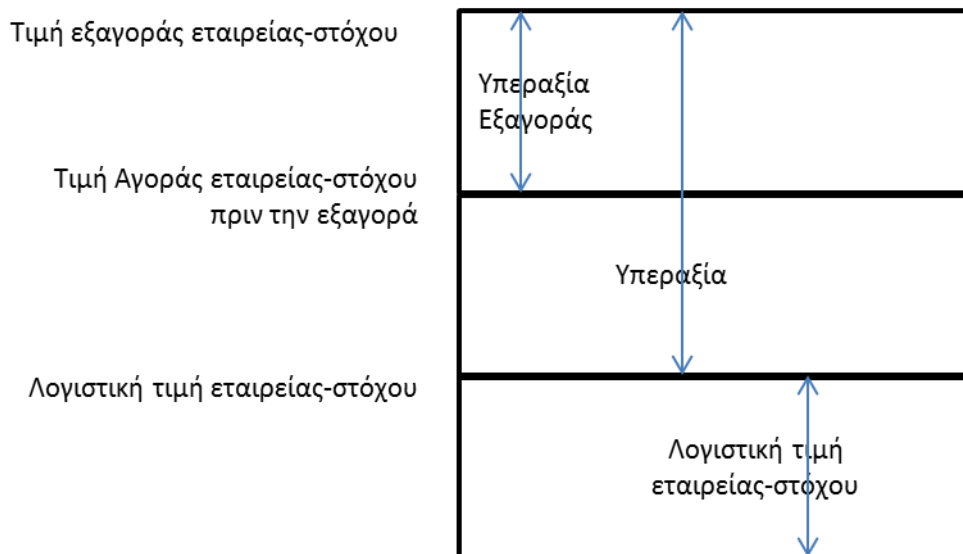
Υπάρχουν διάφοροι τρόποι με τους οποίους μια επιχείρηση μπορεί να αποκτηθεί από μια άλλη επιχείρηση (Damodaran, 2002, σελ. 969). Σε μια συγχώνευση, τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο επιχειρήσεων συμφωνούν να ενωθούν και επιδιώκουν την έγκριση των μετόχων για το συνδυασμό. Στις περισσότερες περιπτώσεις, τουλάχιστον το 50% των μετόχων του στόχου και της επιχείρησης που προσφέρει πρέπει να συμφωνήσουν για τη συγχώνευση. Η εταιρεία στόχος παύει να υφίσταται και γίνεται μέρος της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Σε μια ενοποίηση, μια νέα εταιρεία έχει δημιουργηθεί μετά τη συγχώνευση και τόσο η εξαγοράζουσα εταιρεία όσο και οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου λαμβάνουν μετοχές στη νέα εταιρεία. Σε μια δημόσια προσφορά, μια επιχείρηση προσφέρει να αγοράσει το υπόλοιπο των μετοχών της άλλης επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη τιμή και επικοινωνεί την προσφορά αυτή στους μετόχους. Με αυτόν τον τρόπο, παρακάμπτει τη διαχείριση και το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης-στόχου. Ως εκ τούτου, οι δημόσιες προσφορές χρησιμοποιούνται συχνά για την πραγματοποίηση επιθετικών εξαγορών. Η εξαγορασθείσα εταιρεία θα συνεχίσει να υφίσταται όσο υπάρχουν μέτοχοι μειοψηφίας που αρνούνται την προσφορά. Από πρακτική άποψη, ωστόσο, οι περισσότερες δημόσιες προσφορές τελικά γίνονται συγχωνεύσεις, εφόσον η εξαγοράζουσα εταιρεία είναι επιτυχής στο να αποκτήσει τον έλεγχο της επιχείρησης-στόχου. Σε μια εξαγορά, μία επιχείρηση αποκτά στοιχεία του ενεργητικού της άλλης, αν και μια επίσημη έγκριση από τους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας εξακολουθεί να είναι απαραίτητη. Υπάρχει μια τελευταία κατηγορία των εξαγορών που δεν ταιριάζουν σε καμία από τις τέσσερις που περιγράφονται παραπάνω. Εδώ, μια επιχείρηση αποκτάται από τη δική της διαχείριση ή από έναν όμιλο επενδυτών, συνήθως με την υποβολή δημόσιας πρότασης. Μετά τη συναλλαγή αυτή, η αποκτηθείσα εταιρεία μπορεί να παύσει να υπάρχει ως μια εισηγμένη εταιρεία και να γίνει μια ιδιωτική επιχείρηση. Αυτές οι εξαγορές που ονομάζονται εξαγορές διαχείρισης, εάν είναι οι διαχειριστές που εμπλέκονται, και μοχλευμένες εξαγορές, αν τα κεφάλαια για τη δημόσια προσφορά προέρχονται κυρίως από δανεισμό. Το παρακάτω Διάγραμμα συνοψίζει τα διάφορα είδη συναλλαγών και τις συνέπειες για την επιχείρηση-στόχο.



Διάγραμμα 3.1: Κατηγοριοποίηση Εξαγορών (Damodaran, ό.π., σελ. 971)

Μια Εξαγορά μπορεί να είναι φιλική ή εχθρική. Σε μια φιλική εξαγορά, οι διευθυντές της επιχείρησης στόχου συμφωνούν με την απόκτηση και, σε ορισμένες περιπτώσεις, την αναζητούν. Σε μια εχθρική εξαγορά, η διοίκηση της επιχείρησης στόχος, δεν θέλει να εξαγοραστεί. Η απορροφώσα εταιρεία προσφέρει μια τιμή υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή αγοράς της επιχείρησης – στόχου, και προσκαλεί τους μετόχους με την υποβολή προσφορών για τις μετοχές τους. Σε αμφότερες τις φιλικές ή εχθρικές εξαγορές, η διαφορά μεταξύ της τιμής κτήσης και της τιμής της αγοράς πριν από την απόκτηση ονομάζεται premium εξαγοράς. Το τίμημα της εξαγοράς, στο πλαίσιο των συγχωνεύσεων και των ενοποιήσεων, είναι το τίμημα που θα καταβληθεί από την απορροφώσα εταιρεία για κάθε μετοχή της επιχείρησης-στόχου. Η τιμή αυτή βασίζεται συνήθως, στις διαπραγματεύσεις μεταξύ των διοικήσεων της αγοράστριας και της επιχείρησης-στόχου. Σε μια δημόσια προσφορά, είναι η τιμή στην οποία η εξαγοράζουσα εταιρεία λαμβάνει αρκετά μετοχές να αποκτήσει τον έλεγχο της επιχείρησης-στόχου. Η τιμή αυτή μπορεί να είναι υψηλότερη από την αρχική τιμή που προσέφερε ο αγοραστής, αν υπάρχουν και άλλες επιχειρήσεις στην υποβολή προσφορών για την ίδια εταιρεία-στόχο ή εάν είναι ανεπαρκής ο αριθμός των μετόχων σε προσφορά με την αρχική τιμή. Υπάρχει μια τελική σύγκριση που μπορεί να γίνει και αυτό είναι μεταξύ της τιμής που καταβάλλεται για την απόκτηση και της λογιστικής αξίας των κοινών μετοχών της εταιρείας που αποκτήθηκαν. Ανάλογα με το λογιστικό χειρισμό της απόκτησης, αυτή η διαφορά θα πρέπει να καταγράφεται ως υπεραξία για

την απορροφούσα εταιρεία, ή να μην καταγράφεται καθόλου. Στο παρακάτω Διάγραμμα παρουσιάζεται η κατανομή της τιμής κτήσης σε αυτά τα συστατικά μέρη.



Διάγραμμα 3.2: Κατανομή των συστατικών της τιμής Εξαγοράς (Damodaran, ό.π., σελ. 972)

3.3 Η διεργασία της Εξαγοράς

Υπάρχουν τέσσερις βασικά και όχι απαραίτητα διαδοχικά βήματα, στην απόκτηση μιας εταιρείας-στόχου (Damodaran, ό.π., σελ. 974). Το πρώτο είναι η ανάπτυξη μιας λογικής και μια στρατηγική για να κάνει μια εταιρεία εξαγορές, και η κατανόηση του τι απαιτεί από την άποψη των πόρων αυτή η στρατηγική. Το δεύτερο είναι η επιλογή ενός στόχου για την απόκτηση και η αποτίμηση της επιχείρησης-στόχου, με premiums για την αξία του ελέγχου και τυχόν συνέργειες. Το τρίτο είναι ο καθορισμός του ποσού που θα πληρωθεί για την απόκτηση, ο καλύτερος τρόπος για την άντληση κεφαλαίων, και αν θα χρησιμοποιηθούν μετοχές ή μετρητά. Η απόφαση αυτή έχει σημαντικές επιπτώσεις για την επιλογή του λογιστικού χειρισμού για την εξαγορά. Το τελικό βήμα για την απόκτηση, και ίσως η μεγαλύτερη πρόκληση, είναι να λειτουργήσει η εξαγορά μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας.

3.3.1 Η ανάπτυξη μιας στρατηγικής για Εξαγορές

Δεν έχουν όλες οι επιχειρήσεις που κάνουν εξαγορές στρατηγικές εξαγοράς, και ούτε όλες οι επιχειρήσεις που διαθέτουν στρατηγικές εξαγορών που παραμένουν αμετάβλητες. Παρακάτω παρουσιάζονται μια σειρά από διαφορετικά κίνητρα για εξαγορές που δείχνουν ότι μια συνεκτική στρατηγική για την απόκτηση πρέπει να βασίζεται σε ένα ή άλλο από αυτά (Damodaran, ό.π., σελ. 974).

A. Εξαγορά υποτιμημένων επιχειρήσεων

Οι επιχειρήσεις που είναι υποτιμημένες από τις χρηματοπιστωτικές αγορές μπορούν να αποτελέσουν στόχο εξαγοράς από εκείνους που αναγνωρίζουν αυτή την κακή εκτίμηση. Ο αγοραστής μπορεί να αποκτήσει στη συνέχεια τη διαφορά μεταξύ της αξίας και της τιμής αγοράς ως πλεόνασμα. Για αυτή τη στρατηγική, ωστόσο, τρία βασικά στοιχεία πρέπει να συνδυαστούν.

1. Η ικανότητα να βρεθούν επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται σε λιγότερο από την πραγματική τους αξία: Η ικανότητα αυτή θα απαιτούσε είτε την πρόσβαση σε καλύτερη πληροφόρηση από ό, τι είναι διαθέσιμη σε άλλους επενδυτές στην αγορά, ή καλύτερα αναλυτικά εργαλεία από εκείνα που χρησιμοποιούνται από άλλους συμμετέχοντες στην αγορά.

2. Πρόσβαση στα κονδύλια που θα απαιτηθούν για την ολοκλήρωση της εξαγοράς: Γνωρίζοντας ότι μια επιχείρηση είναι υποτιμημένη δεν σημαίνει κατ' ανάγκη ότι είναι εύκολα διαθέσιμα και τα κεφάλαια για την υλοποίηση της εξαγοράς. Η πρόσβαση σε κεφάλαια εξαρτάται από το μέγεθος του αγοραστή - οι μεγάλες επιχειρήσεις θα έχουν μεγαλύτερη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου και εσωτερικών χρηματοδοτήσεων, παρά μικρές επιχειρήσεις ή ιδιώτες - και από το ιστορικό του αποκτώντος - μια ιστορία επιτυχίας στον εντοπισμό και την απόκτηση υποτιμημένων επιχειρήσεων θα κάνουν μετέπειτα εξαγορές ευκολότερες.

3. Δεξιότητες στην εκτέλεση: Εάν ο αποκτών, κατά τη διαδικασία της εξαγοράς, οδηγήσει την τιμή της μετοχής μέχρι και πέρα από την εκτιμώμενη αξία, δεν θα υπάρξει κανένα κέρδος από την εξαγορά.

Ενώ η στρατηγική για την αγορά υποτιμημένων επιχειρήσεων φαίνεται ελκυστική, είναι αποθαρρυντική, ειδικά για την απόκτηση των εισηγμένων επιχειρήσεων σε αρκετά αποτελεσματικές αγορές, όπου με τα ασφάλιστρα που καταβάλλονται πάνω από τις τιμές της αγοράς μπορεί πολύ γρήγορα να εξαλειφθεί το πλεόνασμα της αποτίμησης. Οι πιθανότητες είναι καλύτερες σε λιγότερο αποδοτικές αγορές ή κατά την απόκτηση ιδιωτικών επιχειρήσεων.

B. Διαφοροποίηση για τη μείωση του κινδύνου

Γενικά, η διαφοροποίηση μειώνει την έκθεση του επενδυτή σε ειδικό κίνδυνο μιας εταιρείας. Με την εξαγορά άλλων επιχειρήσεων και τη διαφοροποίηση, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων πιστεύουν ότι μπορούν να μειώσουν την αστάθεια των κερδών και τον κίνδυνο και να αυξήσουν την αξία. Παρά το γεγονός ότι η διαφοροποίηση έχει οφέλη, είναι ένα ανοικτό ερώτημα εάν αυτό μπορεί να επιτευχθεί πιο αποτελεσματικά από τους επενδυτές σε όλη τη διαφοροποίηση των συναλλαγών μετοχών, ή από επιχειρήσεις που διαφοροποιούνται με την απόκτηση άλλων επιχειρήσεων. Αν συγκρίνουμε το κόστος των συναλλαγών που συνδέονται με τη διαφοροποίηση των επενδυτών με το κόστος και τα ασφάλιστρα που καταβάλλονται από τις επιχειρήσεις για να κάνουν το ίδιο, οι επενδυτές στις περισσότερες εισηγμένες εταιρείες μπορούν να διαφοροποιηθούν πολύ φθηνότερα από ό, τι οι επιχειρήσεις μπορούν. Υπάρχουν δύο εξαιρέσεις από αυτή την άποψη. Η πρώτη είναι στην περίπτωση μιας ιδιωτικής επιχείρησης, όπου ο ιδιοκτήτης μπορεί να έχει όλη ή το περισσότερο της περιουσίας του επενδυμένο στην επιχείρηση. Εδώ, το επιχείρημα για τη διαφοροποίηση γίνεται πιο δυνατό, αφού ο ιδιοκτήτης είναι ο μόνος που εκτίθενται σε κάθε κίνδυνο. Η δεύτερη, αν και ασθενέστερη υπόθεση, είναι η εταιρεία με μικρή διασπορά μετοχών, της οποίας η διοίκηση μπορεί να έχει το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου της επενδυμένο στην επιχείρηση. Με τη διαφοροποίηση μέσω εξαγορών, μειώνουν την έκθεσή τους σε συνολικό κίνδυνο.

Γ. Δημιουργία Λειτουργικών ή Χρηματοοικονομικών Συνεργιών

Ο τρίτος λόγος για να εξηγήσει τα σημαντικά premiums που καταβάλλονται σε περισσότερες εξαγορές είναι η συνέργεια. Συνέργεια είναι η πιθανή πρόσθετη αξία από το συνδυασμό δύο εταιρειών. Είναι ίσως το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο και καταχρηστικό σκεπτικό για συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Πηγές Λειτουργικής Συνέργειας

Λειτουργικές συνέργιες είναι αυτές οι συνέργιες που θα επιτρέψουν στις επιχειρήσεις να αυξήσουν το εισόδημά της λειτουργίας τους, να αυξήσουν της ανάπτυξή τους ή και τα δύο. Κατηγοριοποιούνται σε τέσσερις τύπους.

1. Οι οικονομίες κλίμακας που μπορεί να προκύψουν από τη συγχώνευση, που επιτρέπει τη συνδυασμένη επιχείρηση να γίνει πιο αποδοτική και κερδοφόρα.
2. Μεγαλύτερη δύναμη καθορισμού των τιμών από τη μείωση του ανταγωνισμού και υψηλότερο μερίδιο αγοράς, η οποία αναμένεται να οδηγήσει σε υψηλότερα περιθώρια και λειτουργικά έσοδα.
3. Ο συνδυασμός των διαφορετικών λειτουργικών δυνατοτήτων, όπως συμβαίνει όταν μια εταιρεία με ισχυρές δεξιότητες μάρκετινγκ αποκτά μια εταιρεία με μια καλή σειρά προϊόντων.

4. Υψηλότερη ανάπτυξη σε νέες ή υφιστάμενες αγορές, που προκύπτουν από το συνδυασμό των δύο επιχειρήσεων. Αυτό θα συμβεί όταν μια εταιρεία καταναλωτικών προϊόντων των ΗΠΑ αποκτά μια εταιρεία σε αναδυόμενη αγορά, με ένα καθιερωμένο δίκτυο διανομής και με αναγνώριση του ονόματος, και χρησιμοποιεί αυτές τις δυνάμεις για να αυξήσει τις πωλήσεις των προϊόντων της.

Λειτουργικές συνέργιες μπορούν να επηρεάσουν τα περιθώρια και την ανάπτυξη, και μέσω αυτών την αξία των εταιρειών που συμμετέχουν στη συγχώνευση ή εξαγορά.

Πηγές Χρηματοοικονομικής Συνέργιας

Με χρηματοοικονομικές συνέργειες, η ανταμοιβή μπορεί να λάβει τη μορφή είτε υψηλότερων ταμειακών ροών ή χαμηλότερου κόστους κεφαλαίου (συντελεστής προεξόφλησης). Περιλαμβάνονται τα ακόλουθα.

- Ένας συνδυασμός μιας επιχείρησης με υπερβάλλοντα αποθέματα μετρητών, ή διαθέσιμα μετρητά, (και περιορισμένες ευκαιρίες έργων) και μια εταιρεία με υψηλής απόδοσης έργα (και περιορισμένα μετρητά) μπορεί να αποφέρει μια ανταμοιβή από την άποψη της μεγαλύτερης αξίας για την συνδυασμένη εταιρεία. Η αύξηση της αξίας προέρχεται από τα έργα που έγιναν με το πλεόνασμα μετρητών που διαφορετικά δεν θα είχαν γίνει. Αυτή η συνέργια είναι πιθανό να εμφανιστεί πιο συχνά, όταν μεγάλες επιχειρήσεις αποκτούν μικρότερες επιχειρήσεις, ή όταν εισηγμένες επιχειρήσεις αποκτούν ιδιωτικές επιχειρήσεις.
- Η ικανότητα δανεισμού μπορεί να αυξηθεί, διότι όταν συνδυάζουν δύο επιχειρήσεις, τα κέρδη τους και τις ταμειακές ροές μπορεί να γίνει πιο σταθερά και προβλέψιμα. Αυτό, με τη σειρά του, τους επιτρέπει να δανείζονται περισσότερο από όσα θα μπορούσαν να έχουν ως μεμονωμένες οντότητες, το οποίο δημιουργεί ένα φορολογικό όφελος για τη συνδυασμένη εταιρεία. Αυτό το φορολογικό όφελος που μπορεί να λάβει τη μορφή είτε υψηλότερων ταμειακών ροών ή του χαμηλότερου κόστους κεφαλαίου για τη συνδυασμένη εταιρεία.
- Τα φορολογικά οφέλη μπορούν να προκύψουν από την απόκτηση είτε εκμεταλλευόμενοι φορολογικούς νόμους ή από τη χρήση των καθαρών λειτουργικών ζημιών για την προστασία εισοδήματος. Έτσι, μια κερδοφόρα επιχείρηση που αποκτά μια ζημιογόνα επιχείρηση μπορεί να είναι σε θέση να χρησιμοποιήσει τις καθарές λειτουργικές ζημίες της τελευταίας για τη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης. Εναλλακτικά, μια εταιρεία που είναι σε θέση να αυξήσει τα τέλη απόσβεσης μετά από μια εξαγορά θα εξοικονομήσει σε φόρους και να αυξήσει την αξία της.

Σαφώς, υπάρχουν δυνατότητες για συνέργεια σε πολλές συγχωνεύσεις. Τα πιο σημαντικά θέματα είναι το κατά πόσον η συνέργεια μπορούν να αποτιμηθεί και, εάν ναι, πόσο αποτιμάται.

Δ. Απόκτηση κακοδιαχειριζόμενων επιχειρήσεων

Ορισμένες επιχειρήσεις δεν διοικούνται κατά το βέλτιστο και άλλοι συχνά πιστεύουν ότι μπορούν να τις διαχειριστούν καλύτερα από το σημερινό προσωπικό. Η απόκτηση κακοδιαχειριζόμενων επιχειρήσεων και η άρση της κατεστημένης διοίκησης, ή τουλάχιστον η αλλαγή της ισχύουσας πολιτικής διαχείρισης ή πρακτικών, θα πρέπει να κάνει αυτές τις επιχειρήσεις πιο πολύτιμες, που επιτρέπει στον αγοραστή να απαιτήσει την αύξηση της αξίας. Αυτή η αύξηση της αξίας αποκαλείται συχνά η αξία του ελέγχου (Damodaran, ό.π., σελ. 978).

Προϋποθέσεις για την επιτυχία

Ενώ αυτή η εταιρική ιστορία του ελέγχου μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να δικαιολογήσει μεγάλες premiums πάνω από την τιμή της αγοράς, το δυναμικό για την επιτυχία της στηρίζεται στα ακόλουθα.

1. Η κακή απόδοση των δραστηριοτήτων της εξαγοραζόμενης εταιρείας θα πρέπει να αποδοθεί στον υπεύθυνο διαχείρισης της επιχείρησης, και όχι στην αγορά ή στη βιομηχανία, παράγοντες που δεν είναι υπό τον έλεγχο της διαχείρισης.

2. Η εξαγορά πρέπει να ακολουθείται από μια μεταβολή στις πρακτικές διαχείρισης και η αλλαγή έχει στόχο να αυξήσει την αξία. Δράσεις που ενισχύουν την αύξηση της αξίας αυξάνουν τη ροή μετρητών από τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία, τους ρυθμούς ανάπτυξης, τη διάρκεια της περιόδου ανάπτυξης, ή μειώνουν το κόστος κεφαλαίου.

3. Η τιμή αγοράς της εξαγοράς θα πρέπει να αντικατοπτρίζει το status quo, δηλαδή, την τρέχουσα διαχείριση της επιχείρησης και τις κακές επιχειρηματικές πρακτικές. Αν η τιμή της αγοράς έχει ήδη συμπεριλάβει την αξία του ελέγχου, υπάρχει μικρή πιθανότητα για τον αγοραστή να κερδίσει το premium.

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, ο εταιρικός έλεγχος έχει γίνει όλο και περισσότερο λόγος για εχθρικές εξαγορές.

Ε. Εγωιστικοί Λόγοι της Διοίκησης

Στις περισσότερες αγορές, είναι η διοίκηση της απορροφώσας εταιρείας που θα αποφασίσει εάν θα πραγματοποιήσει την εξαγορά και πόσο πρέπει να πληρώσει για αυτήν, και όχι οι μετόχοι της επιχείρησης. Δεδομένων αυτών των συνθηκών, το κίνητρο για ορισμένες εξαγορές μπορεί να μην είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου για τον μέτοχο, αλλά ιδιοτέλεια της διοίκησης.

3.3.2 Επιλέγοντας μια εταιρεία-στόχο

Όταν μια εταιρεία έχει εντοπίσει το λόγο για το πρόγραμμα εξαγορών της, πρέπει να βρει την κατάλληλη εταιρεία-στόχο ακολουθώντας την παρακάτω λογική (Damodaran, ό.π., σελ. 982).

- Αν το κίνητρο για τις εξαγορές είναι η υποτίμηση, η επιχείρηση-στόχος πρέπει να είναι υποτιμημένη. Πώς μια τέτοια επιχείρηση θα πρέπει να εντοπίζονται εξαρτάται από την προσέγγιση που χρησιμοποιείται και το μοντέλο αποτίμησης. Με σχετική αποτίμηση, μια υποτιμημένη, είναι μια μετοχή που διαπραγματεύεται σε πολλαπλάσια (των εσόδων, της λογιστικής αξίας ή οι των πωλήσεων) πολύ χαμηλότερα από εκείνη των υπολοίπων του κλάδου, μετά από έλεγχο για τις σημαντικές διαφορές σε βασικές αρχές. Σε προσεγγίσεις αποτίμησης με προεξόφληση ταμειακών ροών, μια υποτιμημένη μετοχή είναι αυτή που διαπραγματεύεται σε τιμή αρκετά κάτω από την προεξόφληση των ταμειακών ροών.

- Αν το κίνητρο για τις εξαγορές είναι η διαφοροποίηση, οι στόχοι θα είναι σε επιχειρήσεις που δεν έχουν σχέση με τις δραστηριότητες της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Έτσι, μια κυκλική εταιρεία θα πρέπει να προσπαθήσει να αποκτήσει αντικυκλικές ή, τουλάχιστον, μη κυκλικές επιχειρήσεις για να πάρει το μέγιστο όφελος από τη διαφοροποίηση.

- Αν το κίνητρο για τις εξαγορές είναι η συνέργεια, η τυπική εταιρεία στόχος θα ποικίλει ανάλογα με την πηγή της συνέργειας. Για οικονομίες κλίμακας, η επιχείρηση στόχος πρέπει να είναι στην ίδια επιχειρηματική δραστηριότητα με την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Για λειτουργική συνέργεια, η επιχείρηση στόχος πρέπει να είναι εντονότερη σε αυτές τις λειτουργικές περιοχές στις οποίες η εξαγοράζουσα εταιρεία είναι αδύναμη. Για την χρηματοοικονομική συνέργεια, η επιχείρηση στόχος θα επιλεγεί για να αντικατοπτρίζει την πιθανή πηγή της συνέργειας - μια επικίνδυνη επιχείρηση με περιορισμένη ή καμία αυτόνομη ικανότητα για δανεισμό, αν το κίνητρο είναι η αύξηση της χωρητικότητας του χρέους, ή μια επιχείρηση με σημαντική καθαρές λειτουργικές ζημίες, αν το κίνητρο είναι φορολογικά οφέλη.

- Αν το κίνητρο για τη συγχώνευση είναι η αξία του ελέγχου, η επιχείρηση στόχος θα είναι μια κακοδιαχειριζόμενη επιχείρηση σε έναν τομέα όπου υπάρχουν δυνατότητες για υπερβάλλουσες αποδόσεις. Επιπλέον, οι μετοχές της θα έχουν ευρεία διασπορά (πράγμα που κάνει ευκολότερη την εχθρική εξαγορά) και η τρέχουσα τιμή της αγοράς θα πρέπει να βασίζεται στην υπόθεση ότι θα συνεχίσει να λειτουργεί η επιχείρηση με την τρέχουσα διοίκηση.

- Αν το κίνητρο είναι διευθυντική ιδιοτέλεια, η επιλογή μιας επιχείρησης στόχου θα αντικατοπτρίζει διευθυντικά συμφέροντα και όχι οικονομικούς λόγους.

Υπάρχουν δύο τελευταία σημεία: Το πρώτο είναι ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν συχνά μια επιχείρηση-στόχο και κίνητρο για την απόκτηση ταυτόχρονα, όχι κατ'ακολουθία.

Αυτό δεν αλλάζει καμία από τις αναλύσεις σε αυτά τα τμήματα. Το άλλο σημείο είναι ότι οι επιχειρήσεις έχουν συχνά περισσότερα από ένα κίνητρα σε εξαγορές, πχ, τον έλεγχο και τη συνέργεια. Αν αυτή είναι η περίπτωση, η αναζήτηση για μια επιχείρηση-στόχο θα πρέπει να καθοδηγείται από το κυρίαρχο κίνητρο.

3.3.3 Η αποτίμηση της Εταιρείας – Στόχου

Η αποτίμηση της εξαγοράς δεν είναι ουσιαστικά διαφορετική από την αποτίμηση της κάθε επιχείρησης, παρόλο που η ύπαρξη των premiums του ελέγχου και της συνέργειας εισάγει κάποια πολυπλοκότητα στη διαδικασία. Λαμβάνοντας υπόψη την σχέση μεταξύ της συνέργειας και του ελέγχου, ο ασφαλέστερος τρόπος για την αποτίμηση της επιχείρησης στόχου είναι να γίνει σε βήματα, ξεκινώντας με μια αξιολόγηση της υφιστάμενης κατάστασης της επιχείρησης, και την παρακολούθηση των οποίων η αξία για τον έλεγχο και μια τιμή για συνέργεια (Damodaran, ό.π., σελ. 984).

A. Αποτίμηση Υφιστάμενης Κατάστασης

Η εκτίμηση της επιχείρησης ξεκινά με στόχο την εκτίμηση της αξίας της εταιρείας με τις υφιστάμενες επενδυτικές, χρηματοδοτικές και μερισματικές πολιτικές. Αυτή η εκτίμηση, την οποία ονομάζουμε status quo αποτίμηση, παρέχει μια βάση από την οποία μπορούμε να εκτιμήσουμε τα premiums του ελέγχου και της συνέργειας. Όλες οι βασικές αρχές σχετικά με την αποτίμηση εξακολουθούν να ισχύουν εδώ. Ειδικότερα, η αξία της επιχείρησης είναι συνάρτηση των ταμιακών ροών της από τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία, της αναμενόμενης αύξησης αυτών των ταμιακών ροών κατά τη διάρκεια μιας μεγάλης περιόδου ανάπτυξης, της διάρκειας της υψηλής περιόδου και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

B. Αξία του Εταιρικού Ελέγχου

Πολλές εχθρικές εξαγορές δικαιολογούνται με βάση την ύπαρξη μιας αγοράς για εταιρικό έλεγχο. Οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις που είναι πρόθυμοι να πληρώσουν μεγάλα premiums πάνω από την τιμή της αγοράς για τον έλεγχο της διαχείρισης των επιχειρήσεων, ιδίως εκείνων που θεωρούν ότι έχουν κακή διοίκηση.

Καθοριστικοί παράγοντες της αξίας του Εταιρικού Ελέγχου

Η αξία του ελέγχου μιας επιχείρησης από την τρέχουσα διαχείριση είναι αντιστρόφως ανάλογη με την αντιληπτή ποιότητα της διαχείρισης και της ικανότητάς της να μεγιστοποιήσει την αξία επιχείρησης. Σε γενικές γραμμές, η τιμή του ελέγχου θα είναι πολύ μεγαλύτερη για κακοδιαχειριζόμενη εταιρεία που λειτουργεί σε χαμηλότερες από

τις βέλτιστες δυνατότητες από ό, τι για μια καλοδιαχειριζόμενη επιχείρηση. Η αξία του ελέγχου μιας επιχείρησης προέρχεται από αλλαγές που γίνονται στην υφιστάμενη διοίκηση και που μπορεί να αυξήσουν την αξία επιχείρησης. Περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποκτηθούν ή να εκκαθαριστούν, το μίγμα χρηματοδότησης μπορεί να αλλάξει και η μερισματική πολιτική να επαναξιολογηθεί, και η επιχείρηση μπορεί να αναδιάρθρωθεί για να μεγιστοποιήσει την αξία της. Αν μπορούν να εντοπιστούν οι αλλαγές για την επιχείρηση-στόχο, μπορεί να αποτιμηθεί η αξία του ελέγχου. Η τιμή του ελέγχου μπορεί να γραφτεί ως:

Αξία Ελέγχου = Αξία της επιχείρησης με βέλτιστη διαχείριση - Αξία της εταιρείας με την τρέχουσα διαχείριση

Η τιμή του ελέγχου είναι αμελητέα για τις επιχειρήσεις που λειτουργούν σε ή κοντά στην βέλτιστη αξία τους, δεδομένου ότι η αναδιάρθρωση θα αποφέρει μικρή πρόσθετη αξία. Μπορεί να είναι σημαντική για τις επιχειρήσεις που λειτουργούν σε αρκετά κάτω από τη βέλτιστη, δεδομένου ότι μια αναδιάρθρωση μπορεί να οδηγήσει σε σημαντική αύξηση της αξίας.

Γ. Αποτίμηση λειτουργικής συνέργειας

Υπάρχει το ενδεχόμενο για την εκμετάλλευση συνεργιών, με τον ένα ή τον άλλο, σε πολλές εξαγορές. Κάποια διαφωνία υπάρχει, ωστόσο, για το αν οι συνέργειες μπορούν να αποτιμηθούν και, εάν ναι, τι αξία θα πρέπει να έχουν. Υποστηρίζεται ότι η συνέργεια είναι πολύ δύσκολο να αξιολογηθεί και ότι οποιαδήποτε συστηματική προσπάθεια απαιτεί τόσες πολλές υποθέσεις που είναι μάταιο. Εάν αυτό αληθεύει, μια επιχείρηση δεν πρέπει να είναι πρόθυμη να πληρώσει μεγάλα premiums για συνέργεια αν δεν μπορεί να αποδώσει μια τιμή σε αυτή. Ενώ η αποτίμηση της συνέργεια απαιτεί υποθέσεις για τις μελλοντικές ταμειακές ροές και την ανάπτυξη, η έλλειψη ακρίβειας στη διαδικασία δεν σημαίνει ότι δεν μπορεί να υπάρξει μια αμερόληπτη εκτίμηση της αξίας. Η συνεργία μπορεί να αποτιμηθεί με την απάντηση σε δύο κρίσιμα ερωτήματα.

(1) Ποια μορφή αναμένεται να λάβει η συνέργεια; Θα μειώσει το κόστος ως ποσοστό επί των πωλήσεων και την αύξηση των περιθωρίων κέρδους (π.χ., όταν υπάρχουν οικονομίες κλίμακας); Θα αυξήσει τη μελλοντική ανάπτυξη (π.χ., όταν υπάρχει αυξημένη ισχύ στην αγορά) ή τη διάρκεια της περιόδου ανάπτυξης; Οι συνέργειες, για να έχουν επιπτώσεις στην αξία, πρέπει να επηρεάσουν μία από τις τέσσερις παραμέτρους στη διαδικασία αποτίμησης - χρηματικές ροές από τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία, τα υψηλότερα ποσοστά αύξησης (ισχύ στην αγορά, το αναπτυξιακό δυναμικό), μεγαλύτερο χρονικό διάστημα με ανάπτυξη (από την αύξηση

των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων), ή με χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου (μεγαλύτερη δυνατότητα δανεισμού).

(2) Πότε θα αρχίσει η συνέργεια να επηρεάζει τις ταμειακές ροές; - Συνέργειες μπορεί να εμφανιστούν στιγμιαία, αλλά είναι πιο πιθανό να εμφανιστούν με την πάροδο του χρόνου. Δεδομένου ότι η αξία της σύμπραξης είναι η παρούσα αξία των ταμιακών ροών που δημιουργούνται από αυτή, όσο περισσότερος χρόνος χρειάζεται για να εμφανιστεί, μικρότερη η τιμή της.

Μόλις έχουμε απαντήσει στα ερωτήματα αυτά, μπορούμε να εκτιμήσουμε την αξία της συνέργειας με την επέκταση των τεχνικών προεξοφλημένων ταμιακών ροών. Πρώτον, εκτιμούμε τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν στη συγχώνευση ανεξάρτητα, με την προεξόφληση των αναμενόμενων ταμιακών ροών σε κάθε επιχείρηση στο μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου για την επιχείρηση αυτή. Δεύτερον, εκτιμούμε την αξία της συνδυασμένης εταιρείας, χωρίς συνέργεια, με την προσθήκη των τιμών που λαμβάνονται για κάθε εταιρεία κατά το πρώτο βήμα. Τρίτον, χτίζουμε τις επιπτώσεις της συνέργειας σε αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης και ταμειακές ροές και εκτιμούμε τη συνδυασμένη εταιρεία με συνέργεια. Η διαφορά μεταξύ της αξίας της εταιρείας σε συνδυασμό με τη συνέργεια και η αξία της συνδυασμένης εταιρείας, χωρίς συνέργεια παρέχει μια αξία για τη συνέργεια (Damodaran, ό.π., σελ. 989).

Δ. Αποτίμηση Χρηματοοικονομικής Συνέργειας

Συνέργεια μπορεί επίσης να δημιουργηθεί από αμιγώς χρηματοοικονομικούς παράγοντες (Damodaran, ό.π., σελ. 994). Θα εξετάσουμε τρεις πηγές χρηματοοικονομικής συνέργειας - μεγαλύτερο "φόρο-όφελος" από συσσωρευμένες ζημιές ή φορολογικές εκπτώσεις, αύξηση της δυνατότητας δανεισμού και, κατά συνέπεια, αύξηση αξίας και καλύτερη χρήση για "υπερβολικά" μετρητά ή διαθέσιμα. Η διαφοροποίηση, αν και χρησιμοποιείται ευρέως ως λογική για συγχωνεύσεις, δεν είναι μια πηγή αύξησης της αξίας από μόνη της όταν οι δύο εταιρείες είναι και οι δύο εισηγμένες στο χρηματιστήριο και όταν οι επενδυτές στις επιχειρήσεις να διαφοροποιηθούν από μόνοι τους.

- Διαθέσιμα μετρητά

Οι διοικήσεις μπορεί να απορρίψουν αποδοτικές επενδυτικές ευκαιρίες αν έχουν να δημιουργήσουν νέα κεφάλαια για τη χρηματοδότησή τους. Μπορεί λοιπόν να νόημα για μια εταιρεία με υπερβάλλοντα αποθέματα μετρητών και όχι τις επενδυτικές ευκαιρίες να αναλάβει μια κακή σε μετρητά εταιρεία με καλές επενδυτικές ευκαιρίες, ή το αντίστροφο. Η πρόσθετη αξία του συνδυασμού αυτών των δύο εταιρειών είναι η παρούσα αξία των

έργων που δεν θα είχαν ληφθεί αν είχαν μείνει εκτός, αλλά τώρα μπορούν να ληφθούν, λόγω της διαθεσιμότητας των μετρητών. Διαθέσιμα μετρητά μπορεί να είναι ένας ισχυρός λόγος για τις εισηγμένες επιχειρήσεις οι οποίες έχουν μεγαλύτερη πρόσβαση σε κεφάλαια και θέλουν να αποκτήσουν τις μικρές, ιδιωτικές επιχειρήσεις που έχουν περιορισμούς κεφαλαίου. Μπορεί επίσης να εξηγήσει γιατί οι στρατηγικές εξαγοράς που επικεντρώνονται στην αγορά μικρότερων, ιδιωτικών επιχειρήσεων έχουν αποδώσει αρκετά καλά στην πράξη.

- Φορολογικά οφέλη

Αρκετά πιθανά φορολογικά οφέλη προκύπτουν από τις εξαγορές. Αν μία από τις επιχειρήσεις έχει φοροαπαλλαγές και δεν μπορεί να τις χρησιμοποιήσει, επειδή χάνει χρήματα, ενώ η άλλη επιχείρηση έχει εισόδημα κατά το οποίο πληρώνει σημαντικούς φόρους, ο συνδυασμός των δύο εταιρειών μπορεί να οδηγήσει σε φορολογικά οφέλη που μπορούν να χρησιμοποιηθούν και από τις δύο εταιρείες. Η αξία αυτής της συνέργειας είναι η παρούσα αξία της αποταμίευσης της φορολογίας που προκύπτει από τη συγχώνευση αυτή. Επιπλέον, τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης που ανέλαβε μπορούν να γραφτούν για να αντικατοπτρίζουν τις νέες τιμές της αγοράς σε ορισμένες μορφές συγχωνεύσεων, που οδηγεί σε μεγαλύτερη εξοικονόμηση φόρων από αποσβέσεις κατά τα προσεχή έτη.

- Δυνατότητα Δανεισμού

Αν οι ταμιακές ροές της απορροφώσας και της επιχειρήσης-στόχου δεν είναι συσχετισμένες, οι ταμιακές ροές της συνδυασμένης εταιρείας θα είναι λιγότερο μεταβλητές από τις ταμιακές ροές των μεμονωμένων επιχειρήσεων. Αυτή η μείωση της μεταβλητότητας μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της ικανότητας δανεισμού και της αξίας της επιχείρησης. Η αύξηση της αξίας, ωστόσο, πρέπει να σταθμιστεί σε σχέση με την άμεση μεταφορά πλούτου στους υπάρχοντες κατόχους ομολόγων και στις δύο επιχειρήσεις από τους μετόχους των επιχειρήσεων. Οι ομολογιούχοι, προσυγχώνευσης των επιχειρήσεων, δανείζουν σε μια πιο ασφαλή εταιρεία μετά την εξαγορά. Το κουπόνι με τα ποσοστά που λαμβάνουν έχει υπολογιστεί με βάση τον κίνδυνο πριν από τη συγχώνευση των επιχειρήσεων. Εάν τα ποσοστά του κουπονιού δεν αποτελούν αντικείμενο επαναδιαπραγμάτευσης, η τιμή των ομολόγων θα αυξηθεί, με αύξηση του πλούτου των ομολογιούχων είναι σε βάρος των μετόχων. Υπάρχουν διάφορα μοντέλα που είναι διαθέσιμα για την ανάλυση των ωφελειών των υψηλότερων δεικτών χρέους ως συνέπεια της εξαγοράς.

Ε. Αποτίμηση εξαγοράς: μεροληψία και συνήθη λάθη

Η διαδικασία της αποτίμησης για εξαγορά έχει πιθανές παγίδες και προκαταλήψεις που προκύπτουν από την επιθυμία της διαχείρισης τόσο του υποψηφίου και των εταιρειών-στόχων για να δικαιολογήσουν τις απόψεις τους στους μετόχους τους (Damodaran, ό.π., σελ. 1002). Η εταιρεία πλειοδότης έχει ως στόχο να πείσει τους μετόχους της ότι παίρνει μια ευκαιρία (δηλαδή, ότι πληρώνει λιγότερο από ό, τι η εταιρεία-στόχος πραγματικά αξίζει). Σε φιλικές εξαγορές, η επιχείρηση στόχος επιχειρεί να δείξει στους μετόχους της ότι η τιμή που λαμβάνει είναι μια δίκαιη τιμή (δηλαδή, δέχεται τουλάχιστον αυτό που αξίζει). Σε εχθρικές εξαγορές, υπάρχει μια αντιστροφή ρόλων, με τις επιχειρήσεις που προσφέρουν να προσπαθούν να πείσουν τους μετόχους της εταιρείας-στόχο ότι δεν θα πέσουν θύματα απάτης και των επιχειρήσεων-στόχων να υποστηρίζουν το αντίθετο. Στην παραπάνω πορεία, υπάρχουν μια σειρά από κοινά λάθη και προκαταλήψεις.

Χρήση Συγκρίσιμων Επιχειρήσεων και Πολλαπλάσιων

Οι τιμές που καταβάλλονται σε περισσότερες εξαγορές δικαιολογείται με βάση την ακόλουθη σειρά ενεργειών: ο αποκτών συγκεντρώνει μια ομάδα επιχειρήσεων συγκρίσιμη με την υπό εκτίμηση, επιλέγει ένα πολλαπλάσιο της αξίας της επιχείρησης-στόχου, υπολογίζει το μέσο όρο της ομάδας και στη συνέχεια να κάνει υποκειμενική προσαρμογές σε αυτό το «μέσο όρο». Κάθε ένα από αυτά τα βήματα παρέχει ένα άνοιγμα για την προκατάληψη να εισέλθει στη διαδικασία. Δεδομένου ότι δεν υπάρχουν δύο εταιρείες που να είναι πανομοιότυπες, η επιλογή των συγκρίσιμων εταιρειών είναι υποκειμενική και μπορεί να προσαρμοστεί για να δικαιολογήσει το συμπέρασμα που θέλουμε να φτάσει. Ομοίως, κατά την επιλογή πολλαπλάσιων, υπάρχει ένας αριθμός πιθανών επιλογών και το πολλαπλάσιο που θα επιλεγεί θα είναι αυτό που ταιριάζει καλύτερα στις προκαταλήψεις. Τέλος, όταν ο μέσος όρος πολλών έχει ληφθεί, υποκειμενική προσαρμογές μπορούν να γίνουν για να ολοκληρωθεί η ιστορία. Με λίγα λόγια, υπάρχει άφθονος χώρος για μια προκατειλημμένη επιχείρηση να δικαιολογήσει οποιαδήποτε τιμή, με ένα εύλογο μοντέλο αποτίμησης. Σε ορισμένες αποτιμήσεις εξαγοράς, χρησιμοποιούνται ως συγκρίσιμες επιχειρήσεις μόνο οι επιχειρήσεις που έχουν υπάρξει επιχειρήσεις-στόχοι σε εξαγορές, και οι τιμές που καταβάλλονται για τις εξαγορές χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση των πολλαπλάσιων. Το μέσο πολλαπλάσιο που καταβλήθηκε, το οποίο ονομάζεται πολλαπλάσιο συναλλαγής, χρησιμοποιείται στη συνέχεια για να δικαιολογήσει την τιμή που καταβάλλεται σε μια εξαγορά. Αυτό δημιουργεί σαφώς μεροληπτικό δείγμα και οι αξίες που υπολογίζονται χρησιμοποιώντας πολλαπλάσια συναλλαγών θα είναι γενικά πολύ υψηλές (Damodaran, ό.π., σελ. 1002).

Λάθος αντιστοίχιση Ταμειακών Ροών και Συντελεστών Προεξόφλησης

Μία από τις θεμελιώδεις αρχές της αποτίμησης είναι ότι οι ταμειακές ροές θα πρέπει να προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας συνεπές προεξοφλητικό επιτόκιο. Ταμειακές ροές προς ίδια κεφάλαια θα πρέπει να προεξοφλούνται με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και ταμειακών ροών της εταιρείας κατά το κόστος του κεφαλαίου, ονομαστικής ταμειακές ροές πρέπει να προεξοφλούνται με το ονομαστικό προεξοφλητικό επιτόκιο και οι πραγματικές ταμειακές ροές στο πραγματικό επιτόκιο, μετά από φόρους ταμιακές ροές σε μετά από φόρους προεξοφλητικό επιτόκιο, και προ φόρων ταμιακές ροές κατά το προ-φόρου επιτόκιο. Η αποτυχία να ταιριάζουν οι ταμειακές ροές με τα προεξοφλητικά επιτόκια μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές αλλοιώσεις την αποτίμηση. Μερικά από τα πιο κοινά αναντιστοιχίες περιλαμβάνουν (Damodaran, ό.π., σελ. 1003):

- (1) Χρήση του κόστους ιδίων κεφαλαίων ή κεφαλαίου της εξαγοράζουσας επιχείρησης για την προεξόφληση των ταμειακών ροών της επιχείρησης-στόχου
- (2) Χρήση του κόστος κεφαλαίου για την προεξόφληση των ταμειακών ροών στα ίδια κεφάλαια

Κίνδυνος Επιδότησης της εταιρείας - στόχου

Η αξία της επιχείρησης στόχου δεν θα πρέπει να περιλαμβάνει οποιοδήποτε τμήμα της αξίας που θα πρέπει να αποδοθεί στην εξαγοράζουσα επιχείρηση. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση με πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα χρέους ή υψηλό δείκτη χρέους χρησιμοποιεί ένα σημαντικό ποσό του χαμηλού κόστους χρέους της για τη χρηματοδότηση μιας εξαγοράς. Αν υπολογίσει ένα χαμηλό κόστος του κεφαλαίου για την επιχείρηση-στόχο, με υψηλό δείκτη χρέους και ένα χαμηλό μετά από φόρους κόστος χρέους, θα υπερτιμηθεί η αξία της επιχείρησης. Εάν η εξαγοράζουσα επιχείρηση κατέβαλε την τιμή αυτή για την απόκτηση, θα αποτελούσε μια μεταφορά του πλούτου από τους μετόχους της απορροφούσας εταιρείας στους μετόχους της εταιρείας-στόχου. Έτσι, ποτέ δεν είναι σκόπιμο να χρησιμοποιηθεί το κόστος του χρέους ή την ικανότητα δανεισμού της απορροφούσας εταιρείας για την εκτίμηση του κόστους του κεφαλαίου για την επιχείρηση-στόχο.

3.3.4 Διάρθρωση της Απόκτησης

Μόλις η επιχείρηση στόχος έχει εντοπιστεί και αποτιμηθεί, η απόκτηση κινείται στη φάση της διάρθρωσης. Υπάρχουν τρία αλληλένδετα βήματα σε αυτή τη φάση

(Damodaran, ό.π., σελ. 1004). Το πρώτο είναι η απόφαση σχετικά με το ποσό που θα πληρωθεί για την επιχείρηση-στόχο, δεδομένου ότι έχει αποτιμηθεί, με τη συνέργεια και τον έλεγχο ενσωματωμένα την αποτίμηση. Το δεύτερο είναι ο προσδιορισμός του πώς θα πληρωθεί η συμφωνία, δηλαδή, εάν θα χρησιμοποιηθούν μετοχές, χρήμα ή συνδυασμός και των δύο, και αν πρέπει να δανειστούν κάποια από τα κεφάλαια που απαιτούνται. Το τελικό βήμα είναι η επιλογή του λογιστικού χειρισμού της συμφωνίας, διότι μπορεί να επηρεάσει τόσο τα τέλη που καταβάλλονται από τους μετόχους στην εταιρεία-στόχο και με ποιο τρόπο η αγορά απεικονίζεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων της απορροφούσας εταιρείας και στον ισολογισμό της.

Απόφαση για την Τιμή Κτήσης

Η τιμή από την αποτίμηση αντιπροσωπεύει το ανώτατο όριο για την τιμή που ο αγοραστής μπορεί να πληρώσει για την απόκτηση (Damodaran, ό.π., σελ. 1004). Εάν ο αγοραστής πληρώσει το σύνολο της αξίας, δεν υπάρχει πλεόνασμα αξίας να διεκδικήσει για τους μετόχους της απορροφώσας και οι μέτοχοι της επιχείρησης-στόχου παίρνουν το σύνολο της αξίας των premiums για συνέργεια και έλεγχο. Αυτή η διαίρεση της αξίας είναι άδικη, αν η εξαγοράζουσα επιχείρηση διαδραματίζει έναν απαραίτητο ρόλο στη δημιουργία συνέργειας και αξίας έλεγχου. Κατά συνέπεια, η εξαγοράζουσα επιχείρηση θα πρέπει να προσπαθήσει να κρατήσει ένα μεγάλο μέρος του premium που μπορεί για τους μετόχους της. Αρκετοί παράγοντες, ωστόσο, θα λειτουργήσουν ως εμπόδια.

1. Η τιμή αγοράς της επιχείρησης-στόχου, εάν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, πριν από την απόκτηση: Οι εξαγορές βασίζονται στην τρέχουσα τιμή της αγοράς, όσο μεγαλύτερη είναι η τρέχουσα αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα κέρδους για την απόκτηση μιας εταιρείας. Για παράδειγμα, εάν η τιμή αγοράς μιας κακής διαχείρισης εταιρεία αντικατοπτρίζει ήδη μια υψηλή πιθανότητα ότι η διοίκηση της επιχείρησης θα πρέπει να αλλάξει, είναι πιθανό να υπάρχει ελάχιστη ή καμία αξία από τον έλεγχο.

2. Η σχετική σπανιότητα των εξειδικευμένων πόρων πως ο στόχος και η αποκτώσα εταιρεία φέρνουν στη συγχώνευση: Η επιχείρηση-προσφοράς και η επιχείρηση-στόχος είναι δύο παράγοντες για τη δημιουργία συνεργιών, η κατανομή των οφελών της συνέργειας μεταξύ των δύο μερών θα εξαρτηθεί σε μεγάλο μέρος από το αν συμβολή της επιχείρησης-προσφοράς για τη δημιουργία της συνέργειας είναι μοναδική ή αντικαθίσταται εύκολα. Αν μπορεί εύκολα να αντικατασταθεί, το μεγαλύτερο μέρος των οφελών συνέργειας θα προκύψει για την επιχείρηση-στόχο. Αν είναι μοναδική, τα οφέλη θα μοιραστούν πολύ μονόπλευρα. Έτσι, όταν μια επιχείρηση με διαθέσιμα μετρητά αποκτά μια εταιρεία με πολλές υψηλής απόδοσης έργα, η αξία δημιουργείται.

Εάν υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων με διαθέσιμα μετρητά και σχετικά λίγες επιχειρήσεις με υψηλής απόδοσης έργα, το μεγαλύτερο μέρος της αξίας της συνέργειας θα εισπραχθεί από την τελευταία.

3. Η παρουσία των άλλων υποψηφίων για την επιχείρηση-στόχο: Όταν υπάρχουν περισσότερες από μία προσφορές για μια επιχείρηση, οι πιθανότητες είναι να ευνοηθούν οι μετόχους της εταιρείας-στόχου.

Τρόπος Πληρωμής

Όταν μια εταιρεία έχει αποφασίσει να πληρώσει μια δεδομένη τιμή για μια επιχείρηση-στόχο, θα πρέπει να ληφθεί στη συνέχεια η απόφαση πώς πρόκειται να πληρώσει για αυτή την εξαγορά. Ειδικότερα, η απόφαση πρέπει να γίνει σχετικά με τις ακόλουθες πτυχές της συμφωνίας (Damodaran, ό.π., σελ. 1005).

1. Το χρέος έναντι της καθαρής θέσης: Μία επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τα κεφάλαια για την απόκτηση είτε από χρέος ή από ίδια κεφάλαια. Το μίγμα γενικά εξαρτάται από την πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα δανεισμού της αγοράστριας και της επιχείρησης-στόχου. Έτσι, η εξαγορά μιας εταιρείας στόχου που είναι σημαντικά κάτω από τον βέλτιστο δανεισμό μπορεί να πραγματοποιηθεί με ένα μεγαλύτερο ποσοστό του χρέους σε σχέση με την απόκτηση μιας που είναι ήδη σε βέλτιστη αναλογία του χρέους της. Αυτό, φυσικά, αντικατοπτρίζεται στην αξία της επιχείρησης μέσα από το κόστος του κεφαλαίου. Είναι επίσης πιθανό ότι η εξαγοράζουσα επιχείρηση διαθέτει πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα του χρέους και ότι χρησιμοποιεί την ικανότητά της να δανειστεί χρήματα για να πραγματοποιήσει την εξαγορά. Το κόστος του κεφαλαίου που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση της εξαγοράς δεν θα πρέπει να αντικατοπτρίζει αυτά τα δανειακά κεφάλαια. Το πρόσθετο χρέος δεν έχει καμία σχέση με την επιχείρηση-στόχο και ενσωμάτωση στην αξία θα έχει ως αποτέλεσμα την απόκτηση εταιρείας με προνομή για ενίσχυση της τιμής που δικαιωματικά ανήκει στους μετόχους της.

2. Μετρητά έναντι Μετοχών: Υπάρχουν τρεις τρόποι με τους οποίους μια επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει ίδια κεφάλαια σε μια συναλλαγή. Το πρώτο είναι να χρησιμοποιήσει τα ταμειακά διαθέσιμα που έχουν δημιουργηθεί με την πάροδο του χρόνου για να χρηματοδοτήσει την εξαγορά. Το δεύτερο είναι η έκδοση μετοχών στο κοινό, συγκέντρωση μετρητών και χρησιμοποίηση των μετρητών για να πληρώσει για την εξαγορά. Το τρίτο είναι να προσφέρει μετοχές ως πληρωμή για την επιχείρηση-στόχο, εφόσον η πληρωμή είναι δομημένη από την άποψη της ανταλλαγής μετοχών - μεριδίων της απορροφώσας εταιρείας, σε αντάλλαγμα για μετοχές της εταιρείας-στόχου. Το ζήτημα του ποια από αυτές τις προσεγγίσεις είναι η καλύτερη που

χρησιμοποιούνται από μια επιχείρηση δεν μπορεί να απαντηθεί χωρίς να εξεταστούν οι ακόλουθοι παράγοντες.

- Η διαθεσιμότητα των μετρητών σε ετοιμότητα.
- Η αντιληπτή αξία των μετοχών: Οι διοικήσεις που πιστεύουν ότι οι μετοχές διαπραγματεύονται σε τιμή χαμηλότερη από την αξία τους δεν θα πρέπει να χρησιμοποιούν μετοχές ως νόμισμα για εξαγορές, αφού το κέρδος από τις εξαγορές μπορεί να είναι λιγότερο απ' ότι χάνουν εκδίδοντας μετοχές. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις που πιστεύουν ότι είναι υπερτιμημένες οι μετοχές τους είναι πολύ πιο πιθανό να χρησιμοποιούν μετοχές ως νόμισμα στις συναλλαγές. Οι μέτοχοι στην επιχείρηση-στόχος έχουν επίγνωση αυτού του γεγονότος και μπορεί να απαιτήσουν ένα μεγαλύτερο premium, όταν η πληρωμή γίνεται εξ ολοκλήρου με τη μορφή μετοχών της απορροφούσας εταιρείας.
- Φορολογικοί Παράγοντες: Όταν μια εξαγορά είναι με συμφωνία ανταλλαγής μετοχών, οι μέτοχοι στην επιχείρηση-στόχο μπορεί να είναι σε θέση να αναβάλουν φόρους κερδών κεφαλαίου για την ανταλλαγή των μετοχών. Δεδομένου ότι αυτό το όφελος μπορεί να είναι σημαντικό σε μια αγορά, τα δυνητικά οφέλη από φόρους από μια συμφωνία ανταλλαγής μετοχών μπορεί να είναι αρκετά μεγάλα ώστε να αντισταθμίσει οποιαδήποτε αντιληπτό μειονέκτημα. Η τελευταία πτυχή της ανταλλαγής μετοχών είναι ο καθορισμός των όρων της συμφωνίας ανταλλαγής μετοχών, δηλαδή, ο αριθμός των μετοχών της απορροφούμενης εταιρείας που θα προσφερθεί για κάθε μετοχή της απορροφώσας εταιρείας. Ενώ το ποσό αυτό είναι κατά κανόνα με βάση την τιμή της αγοράς κατά το χρόνο της εξαγοράς, ο λόγος που τα αποτελέσματα μπορεί να είναι ασύμμετρα από τη σχετική κακή εκτίμηση των τίτλων των δύο επιχειρήσεων, με την πιο υπερτιμημένη εταιρεία να κερδίζει σε βάρος της πιο υποτιμημένης (ή τουλάχιστον, λιγότερο υπερτιμημένης) εταιρείας. Η πιο δίκαιη αναλογία θα ήταν με βάση τις σχετικές τιμές των μετοχών των δύο επιχειρήσεων.

3.4 Διαχείριση Διαδικασίας Εξαγοράς και Συγχώνευσης

Η πώληση μιας εταιρείας ή στοιχείων του ενεργητικού είναι ένα σημαντικό γεγονός για τους ιδιοκτήτες της (μετόχους), τη διοίκηση, τους υπαλλήλους, και άλλους ενδιαφερόμενους (Rosenbaum and Pearl, 2009, σελ. 251). Είναι μια έντονη, χρονοβόρα διαδικασία που συνήθως εκτείνεται σε αρκετούς μήνες. Κατά συνέπεια, ο πωλητής προσλαμβάνει συνήθως μια επενδυτική τράπεζα και την ομάδα των εκπαιδευμένων επαγγελματιών της ("sell-side Σύμβουλοι") για να εξασφαλίσει ότι οι βασικοί στόχοι πληρούνται και επιτυγχάνεται ένα ευνοϊκό αποτέλεσμα. Σε πολλές

περιπτώσεις, ένας πωλητής απευθύνεται στους τραπεζίτες του για μια ολοκληρωμένη οικονομική ανάλυση των διαφόρων στρατηγικών εναλλακτικών λύσεων στη διάθεση του στόχου. Αυτές περιλαμβάνουν την πώληση του συνόλου ή μέρους της επιχείρησης, την κεφαλαιακή αναδιάρθρωση, μια αρχική δημόσια προσφορά, ή η συνέχιση του status quo. Μόλις η απόφαση για την πώληση έχει γίνει, ο σύμβουλος του πωλητή επιδιώκει να επιτύχει το βέλτιστο μείγμα μεγιστοποίησης της αξίας, ταχύτητας της εκτέλεσης, και βεβαιότητας της ολοκλήρωσης, μεταξύ άλλων ειδικότερων εκτιμήσεων. Κατά συνέπεια, είναι ευθύνη της πλευράς του πωλητή να προσδιορίσει τις προτεραιότητες από την αρχή και να ετοιμάσει μια προσαρμοσμένη διαδικασία πώλησης. Εάν ο πωλητής είναι σχετικά αδιάφορος προς την εμπιστευτικότητα, τον χρόνο, και την πιθανή διαταραχή της δραστηριότητάς του, ο σύμβουλος μπορεί να εξετάσει τη λειτουργία μιας ευρείας δημοπρασίας αφού απευθύνεται σε όσο το δυνατό περισσότερα ενδιαφερόμενα μέρη. Αυτή η διαδικασία, η οποία είναι σχετικά ουδέτερη προς τους υποψήφιους αγοραστές, έχει σχεδιαστεί για να μεγιστοποιηθεί η ανταγωνιστική δυναμική και να αυξήσει την πιθανότητα εύρεσης ενός αγοραστή πρόθυμου να προσφέρει την καλύτερη αξία. Εναλλακτικά, αν η ταχύτητα, η εμπιστευτικότητα, μια συγκεκριμένη διάρθρωση της συναλλαγής, ή / και η εταιρική κουλτούρα αποτελούν προτεραιότητα για τον πωλητή, τότε μια στοχευμένη δημοπρασία, μόνο με μια επίλεκτη ομάδα των πιθανών αγοραστών, ή ακόμη και μια πώληση με διαπραγμάτευση με ένα μόνο μέρος, μπορεί να είναι πιο κατάλληλη. Σε γενικές γραμμές, μια δημοπρασία απαιτεί περισσότερη εκ των προτέρων οργάνωση, στο μάρκετινγκ, στα σημεία της διαδικασίας, και των πόρων από μια πώληση διαπραγμάτευση με ένα μόνο μέρος (Rosenbaum and Pearl, ό.π., σελ. 251).

Από αναλυτική άποψη, μια ανάθεση πώλησης απαιτεί την εκτέλεση μιας συνολική αποτίμησης του εν λόγω στόχου χρησιμοποιώντας τις κατάλληλες μεθοδολογίες. Επιπλέον, πρέπει να εκτιμηθεί η πιθανή τιμή αγοράς που οι στρατηγικοί αγοραστές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν για το στόχο. Αυτές οι αναλύσεις αποτίμησης που χρησιμοποιούνται για να πλαισιώσουν τις προσδοκίες των τιμών του πωλητή, τις κατευθυντήριες γραμμές για το εύρος των αποδεκτών προσφορών, την αξιολόγηση προσφορών που υποβλήθηκαν, και, τελικά, καθοδηγούν τις διαπραγματεύσεις της τελικής τιμής αγοράς. Επιπλέον, για τους εισηγμένους στόχους (και ορισμένους ιδιωτικούς στόχους, ανάλογα με την περίπτωση) ο σύμβουλος από την πλευρά της πώλησης ή μια πρόσθετη επενδυτική τράπεζα μπορεί να κληθούν να παράσχουν γνωμοδότηση. Σε μια διαδικασία πώλησης, οι θεωρητικές μέθοδοι αποτίμησης τελικά δοκιμάζονται στην αγορά με βάση αυτό που ένας αγοραστής θα πληρώσει πραγματικά για το στόχο. Σε μια αποτελεσματική πώληση ο σύμβουλος του πωλητή προσπαθεί να ωθήσει τον αγοραστή προς το ανώτερο τελικό σημείο του σιωπηρού εύρους

αποτίμησης για το στόχο. Σε ένα θεμελιώδες επίπεδο, αυτό συνεπάγεται κανονικά τη τοποθέτηση της επιχείρησης ή των περιουσιακών στοιχείων και την προσαρμογή της διαδικασίας πώλησης για να μεγιστοποιηθεί η αξία της (Rosenbaum and Pearl, ό.π., σελ. 252).

3.4.1 Εξαγορά με διαδικασία δημοπρασίας

Η δημοπρασία είναι μια σταδιακή διαδικασία με την οποία ένας στόχος διατίθεται στην αγορά σε πολλούς υποψήφιους αγοραστές («αγοραστές» ή «πλειοδότες») (Rosenbaum and Pearl, ό.π., σελ. 252). Μια καλή δημοπρασία έχει σχεδιαστεί για να έχει ένα σημαντικό θετικό αντίκτυπο στην αξία (τιμή και όρους) που λαμβάνει ο πωλητής που να οφείλεται σε διάφορους παράγοντες που σχετίζονται με τη δημιουργία ενός ανταγωνιστικού περιβάλλοντος. Το περιβάλλον αυτό ενθαρρύνει τους διαγωνιζόμενους να εκφράσουν την καλύτερη προσφορά τους προς τις τιμές και τους όρους, και βοηθά στην αύξηση της ταχύτητας εκτέλεσης με την ενθάρρυνση της ταχείας δράσης από τους αγοραστές. Μια δημοπρασία παρέχει ένα επίπεδο ασφάλειας σχετικά με το ότι η αγορά έχει δοκιμαστεί, καθώς και μια ισχυρή ένδειξη της εγγενούς αξίας. Την ίδια στιγμή, η διαδικασία πλειστηριασμού μπορεί να έχει ενδεχόμενα μειονεκτήματα, συμπεριλαμβανομένης της διαρροής πληροφοριών στην αγορά από πλειοδότες, αρνητικό αντίκτυπο στο ηθικό των εργαζομένων και το ενδεχόμενο συμπαιγνίας μεταξύ των υποψηφίων, τη μείωση της διαπραγματευτικής ικανότητας όταν επιλεγεί ο "νικητής" (ενθαρρύνοντας έτσι την εκ νέου διαπραγμάτευση), και "επιμόλυνση" σε περίπτωση μιας αποτυχημένης δημοπρασίας.

Μια επιτυχής δημοπρασία απαιτεί σημαντικούς πόρους, εμπειρία και τεχνογνωσία. Εξ αρχής, η ομάδα της συμφωνίας καθιερώνει μια σταθερή βάση με την προετοιμασία υλικού μάρκετινγκ, τον εντοπισμό των πιθανών ζητημάτων, την καθοδήγηση της διοίκησης, και την επιλογή της κατάλληλης ομάδας από υποψήφιους αγοραστές. Μόλις αρχίσει η δημοπρασία, ο σύμβουλος από την πλευρά της πώλησης είναι επιφορτισμένος με τη λειτουργία όσο αποτελεσματικής διαδικασία όσο το δυνατόν, η οποία συνεπάγεται την εκτέλεση της ενός ευρύ φάσματος καθηκόντων και λειτουργιών με ένα συντονισμένο τρόπο. Για να εξασφαλιστεί ένα επιτυχημένο αποτέλεσμα, οι επενδυτικές τράπεζες δεσμεύουν μια ομάδα τραπεζιτών που είναι υπεύθυνοι για την καθημερινή εκτέλεση της συναλλαγής. Οι δημοπρασίες απαιτούν, επίσης, σημαντικό χρόνο και προσοχή από τα βασικά μέλη της ομάδας διοίκησης του στόχου, ιδίως όσον αφορά την παραγωγή των υλικών μάρκετινγκ και τη διευκόλυνση του ειδικού ελέγχου του αγοραστή (π.χ., παρουσιάσεις διοίκησης, επιτόπιες επισκέψεις, Data Room, και

απαντήσεις σε συγκεκριμένα ερωτήματα αγοραστή). Στα μεταγενέστερα στάδια του πλειστηριασμού, ένα ανώτερο στέλεχος της ομάδας της συμβουλευτικής πλευράς του πωλητή διαπραγματεύεται άμεσα με τους υποψήφιους αγοραστές με στόχο την ενθάρρυνσή τους για να δώσουν την καλύτερη προσφορά τους. Ως αποτέλεσμα, οι πωλητές αναζητούν επενδυτικές τράπεζες για να τρέξουν αυτές τις δημοπρασίες με εκτεταμένη εμπειρία διαπραγματεύσεων, τεχνογνωσία στον τομέα, και σχέσεις με τον αγοραστή.

Υπάρχουν δύο βασικοί τύποι των δημοπρασιών: Ευρεία και Στοχευμένη (Rosenbaum and Pearl, ό.π., σελ. 252).

Ευρεία Δημοπρασία: Όπως υποδηλώνει το όνομά της, μια ευρεία δημοπρασία μεγιστοποιεί τον αριθμό από τους υποψήφιους αγοραστές που πλησιάζει. Αυτό μπορεί να συνεπάγεται επαφή με δεκάδες πιθανούς υποψηφίους, που περιλαμβάνει τόσο στρατηγικούς αγοραστές (πιθανώς συμπεριλαμβανομένων και άμεσων ανταγωνιστών) και χρηματοδότες. Μια ευρεία δημοπρασία έχει σχεδιαστεί για να μεγιστοποιηθεί η δυναμική του ανταγωνισμού, αυξάνοντας έτσι την πιθανότητα να βρεθεί η καλύτερη δυνατή προσφορά. Αυτός ο τύπος διαδικασίας περιλαμβάνει συνήθως περισσότερη οργάνωση και marketing εξαρχής, λόγω του μεγαλύτερου αριθμού των συμμετεχόντων αγοραστών στα πρώτα στάδια της διαδικασίας. Επίσης, είναι πιο δύσκολο να διατηρηθεί η εμπιστευτικότητα, αφού η διαδικασία είναι επιρρεπής σε διαρροές προς το κοινό (όπως πελάτες, προμηθευτές και ανταγωνιστές), το οποίο, με τη σειρά του, μπορεί να αυξήσει την πιθανότητα διαταραχής της δραστηριότητας του πωλητή.

Στοχευμένη Δημοπρασία: Μια στοχευμένη δημοπρασία εστιάζει σε λίγους σαφώς καθορισμένους αγοραστές που έχουν προσδιοριστεί ως έχοντας μια ισχυρή στρατηγική σχέση ή / και επιθυμία, καθώς και την οικονομική δυνατότητα, να αγοράσουν το στόχο. Αυτή η διαδικασία είναι πιο ευνοϊκή για τη διατήρηση της εμπιστευτικότητας και της ελαχιστοποίησης της διαταραχής των επιχειρήσεων. Την ίδια στιγμή, υπάρχει μεγαλύτερος κίνδυνος "να μείνουν λεφτά στο τραπέζι" εξαιρώντας έναν πιθανό αγοραστή διατεθειμένο να πληρώσει υψηλότερη τιμή.

Δομή Δημοπρασίας

Η παραδοσιακή δημοπρασία είναι δομημένη σε δύο γύρους υποβολής προσφορών που συνήθως εκτείνονται σε 3-6 μήνες (ή περισσότερο) από την απόφαση για την πώληση μέχρι την υπογραφή της οριστικής σύμβασης αγοράς / πώλησης ("οριστική συμφωνία") με το νικητή του μειοδοτικού διαγωνισμού. Η χρονική στιγμή της υπογραφής ("κλείσιμο") της περιόδου εξαρτάται από μια ποικιλία παραγόντων που δεν αφορούν ειδικά μια δημοπρασία, όπως η έγκριση των αρμοδίων αρχών ή / και τρίτων

μερών, τη χρηματοδότηση, και την έγκριση των μετόχων. Η όλη διαδικασία πλειστηριασμού αποτελείται από πολλαπλά στάδια και διακριτά τμήματα σε καθένα από αυτά τα στάδια. Υπάρχουν πολλές παραλλαγές σε αυτή την δομή που επιτρέπει στον σύμβουλο από την πλευρά της πώλησης να προσαρμοστεί, ανάλογα με την περίπτωση, για μια δεδομένη κατάσταση.

Πίνακας 3.1: Δομή Διαδικασίας Εξαγοράς με Πλειστηριασμό (Rosenbaum and Pearl, ό.π., σελ. 256)

Στάδια Διαδικασίας Εξαγοράς	Επιμέρους Βήματα
ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΕΤΟΙΜΑΣΙΑ	Προσδιορισμός στόχων του πωλητή και καθορισμός κατάλληλης διαδικασίας πώλησης
	Εκτελέστε Ειδικού Ελέγχου Συμβούλου Πωλητή και Προκαταρκτική Μελέτη Αποτίμησης
	Επιλογή Ομάδας Πιθανών Αγοραστών
	Ετοιμασία Προωθητικού Υλικού
	Ετοιμασία Συμφωνίας Εμπιστευτικότητας
1^{ος} ΓΥΡΟΣ	Επικοινωνία με Πιθανούς Αγοραστής
	Διαπραγμάτευση και Υπογραφή Συμφωνητικών Εμπιστευτικότητας με ενδιαφερόμενα μέρη
	Διανομή Υπομνήματος με εμπιστευτικές πληροφορίες και Διαδικασίας για την αρχική προσφορά
	Ετοιμασία Παρουσίασης Διοίκησης
	Δημιουργία Data Room
	Ετοιμασία Χρηματοοικονομικού Πακέτου (κατά περίπτωση)
	Λήψη αρχικών προσφορών και Επιλογή αγοραστών για να προχωρήσουν σε δεύτερο γύρο
2^{ος} ΓΥΡΟΣ	Διεξαγωγή Παρουσιάσεων Διοίκησης
	Διευκόλυνση επιτόπιας επίσκεψης
	Παροχή πρόσβασης στο Data Room
	Διανομή Επιστολής με Διαδικασίες τελικής προσφοράς και σχέδιο οριστικής συμφωνίας
	Λήψη τελικών προσφορών
ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΕΙΣ	Αξιολόγηση τελικών προσφορών
	Διαπραγμάτευση με Προτιμώμενο αγοραστή (εξ)
	Επιλογή του νικητή του μειοδοτικού διαγωνισμού
	Ανεξάρτητη Γνωμοδότηση (αν απαιτείται)

	Λήψη έγκρισης του Διοικητικού Συμβουλίου και Υπογραφή Οριστικής Συμφωνίας
ΚΛΕΙΣΙΜΟ	Λήψη απαραίτητων εγκρίσεων
	Χρηματοδότηση και Λήξη

3.4.2 Εξαγορά με Διαδικασία Διαπραγμάτευσης

Ενώ οι δημοπρασίες ήταν διαδεδομένες ως μηχανισμός της πλευράς του πωλητή κατά τη διάρκεια της άνθησης των μοχλευμένων εξαγορών στα μέσα της δεκαετίας του 2000, ένα σημαντικό μέρος της δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών διεξάγεται μέσω της διαπραγμάτευσης της συναλλαγής (Rosenbaum and Pearl, ό.π., σελ. 281). Σε αντίθεση με μια δημοπρασία, η πώληση μέσω διαπραγματεύσεων επικεντρώνεται σε έναν άμεσο διάλογο με ένα μόνο υποψήφιο αγοραστή. Σε μια διαπραγμάτευση πώλησης, ο πωλητής καταλαβαίνει ότι μπορεί να έχει μικρότερη επιρροή από ό, τι σε μια δημοπρασία όπου η παρουσία πολλών υποψηφίων σε όλη τη διαδικασία δημιουργεί ανταγωνιστικές εντάσεις. Ως εκ τούτου, ο πωλητής και ο αγοραστής φθάνουν συνήθως εκ των προτέρων σε συμφωνία για τους βασικούς όρους όπως η τιμή, η δομή, και τα θέματα της διακυβέρνησης (π.χ., του διοικητικού συμβουλίου / σύνθεση της διαχείρισης). Η διαπραγμάτευση της πώλησης είναι ιδιαίτερα σοβαρή σε περίπτωση που περιλαμβάνει φυσικό στρατηγικό αγοραστή με σαφείς συνέργειες και στρατηγική συνάφεια.

Μια διαπραγμάτευση πώλησης συχνά ξεκινά από τον αγοραστή, είτε ως το αποκορύφωμα μηνών ή ετών έρευνας, της άμεσης συζήτησης μεταξύ στελεχών αγοραστή και πωλητή, ή ως μια κίνηση για να προλάβει μια δημοπρασία ("preemptive bid"). Η προκαταρκτική εργασία για μια διαπραγμάτευση πώλησης ξεκινά συνήθως πολύ πριν από την ίδια τη διαδικασία. Ο αγοραστής συχνά εμπλέκει τον πωλητή (ή αντίστροφα, ανάλογα με την περίπτωση) σε άτυπη βάση για την εκτίμηση της κατάστασης. Οι τηλεφωνικές κλήσεις ή συνεδριάσεις περιλαμβάνουν συνήθως ένα μέλος της ανώτερης διοίκησης, ο υποψήφιος αγοραστής είναι σε απευθείας επικοινωνία με ένα μέλος της ανώτερης διοίκησης του στόχου. Ανάλογα με την έκβαση αυτών των αρχικών συζητήσεων, τα δύο μέρη μπορεί να επιλέξει να εκτελέσουν ένα Συμφωνητικό Εμπιστευτικότητας για να διευκολυνθεί η ανταλλαγή των συμπληρωματικών πληροφοριών που απαιτούνται για την περαιτέρω αξιολόγηση της ενδεχόμενης συναλλαγής. Σε πολλές πωλήσεις μέσω διαπραγμάτευσης, ο τραπεζίτης διαδραματίζει έναν κρίσιμο ρόλο ως γεννήτρια ιδεών ή / και ενδιάμεσο πριν από την εκκίνηση της επίσημης διαδικασίας. Για παράδειγμα, ένας δυναμικός τραπεζίτης θα

μπορούσε να προτείνει ιδέες για τον πελάτη σχετικά με τους δυνητικούς στόχους με συνοδευτικές αναλύσεις σχετικά στρατηγικά οφέλη, εκτίμηση, χρηματοδοτική δομή, προ forma οικονομικά αποτελέσματα, και την τακτική προσέγγιση. Στην ιδανική περίπτωση, ο τραπεζίτης έχει επαφές επί του συμβουλίου του στόχου ή με ανώτερα στελέχη του στόχου και μπορεί να οργανώσει μια εισαγωγική συνάντηση μεταξύ των βασικών διευθυντών αγοραστή και πωλητή. Ο τραπεζίτης παίζει επίσης σημαντικό ρόλο στην παροχή συμβουλών για τακτικές μονάδες κατά το αρχικό στάδιο, όπως είναι το χρονοδιάγραμμα και το σενάριο για τις εισαγωγικές συνομιλίες.

Πολλά από τα βασικά σημεία της διαδικασίας πώλησης με διαπραγμάτευση καθρεφτίζουν εκείνα μιας δημοπρασίας, αλλά σε ένα συμπιεσμένο χρονοδιάγραμμα (Rosenbaum and Pearl, ό.π., σελ. 281). Η συμβουλευτική ομάδα από την πλευρά της πώλησης χρειάζεται ακόμη να διεξάγει εκτεταμένο ειδικό έλεγχο στο στόχο, να τοποθετήσει την ιστορία του στόχου, να κατανοήσει και να παρέχει προοπτική για το μοντέλο της διοίκησης, να προβλέψει και αντιμετωπίσει τις ανησυχίες του αγοραστή, και να προετοιμάσει επιλεγμένα υλικά μάρκετινγκ (π.χ., μια πλήρης παρουσίαση διοίκησης). Η συμβουλευτική ομάδα από την πλευρά της πώλησης, πρέπει επίσης να στήσει και να παρακολουθεί μια αίθουσα δεδομένων και να συντονίσει την πρόσβαση στη διοίκηση, επιτόπιες επισκέψεις, και την παρακολούθηση του ειδικού ελέγχου. Επιπλέον, καθ' όλη τη διαδικασία, ο σύμβουλος από την πλευρά της πώλησης είναι υπεύθυνος για την τακτική διασύνδεση με τον υποψήφιο αγοραστή, συμπεριλαμβανομένης της διαπραγμάτευσης βασικών όρων της συμφωνίας. Ως μέσο για την διατήρηση πίεση του αγοραστή και την αποθάρρυνση της εκ νέου διαπραγμάτευσης (καθώς και σχεδιασμός έκτακτης ανάγκης), ο σύμβουλος από την πλευρά της πώλησης μπορεί να διατηρεί την απειλή να ξεκινήσει μια δημοπρασία σε περίπτωση που τα δύο μέρη δεν μπορούν να καταλήξουν σε συμφωνία.

Σε ορισμένες περιπτώσεις, με πώληση διαπραγμάτευση μπορεί να κινηθεί γρηγορότερα από μια δημοπρασία όταν ένα μεγάλο μέρος της εκ των προτέρων προετοιμασίας, επικοινωνίας με αγοραστή, και προώθησης παρακάμπτεται. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα εάν ένας στρατηγικός αγοραστής είναι στην ίδια επιχειρηματική δραστηριότητα με το στόχο, που απαιτεί λιγότερη εκπαίδευση στον τομέα και στη συγκεκριμένη εταιρεία και ως εκ τούτου ενδεχομένως να επιταχύνει στο στάδιο του ειδικού ελέγχου. Μια διαδικασία πώλησης με διαπραγμάτευση είναι συνήθως πιο ευέλικτη από μια διαδικασία πλειστηριασμού και μπορεί να προσαρμοστεί, καθώς υπάρχει μόνο μία συμμετοχή αγοραστή. Ωστόσο, ανάλογα με τη φύση του αγοραστή και του πωλητή, καθώς επίσης και το μέγεθος, το προφίλ, και το είδος της συναλλαγής, η πώληση κατόπιν διαπραγματεύσεων μπορεί να είναι εξίσου έντονη με μια δημοπρασία. Επιπλέον, η εκ των προτέρων διαδικασία κατά την οποία οι βασικοί όροι

συμφωνούνται από τις δύο πλευρές μπορεί να είναι χρονοβόρα και απαιτεί πολλαπλές επαναλήψεις για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Σε μια πώληση με διαπραγμάτευση, στην ιδανική περίπτωση, ο πωλητής πετυχαίνει μια δίκαιη και, ενδεχομένως, την βέλτιστη τιμή για το στόχο, αποφεύγοντας τους πιθανούς κινδύνους και τα μειονεκτήματα μιας δημοπρασίας (Rosenbaum and Pearl, ό.π., σελ. 282). Αυτά μπορεί να περιλαμβάνουν διαταραχή της δραστηριότητάς του, παραβιάσεις της εμπιστευτικότητας, και πιθανά προβλήματα με τους πελάτες, τους προμηθευτές, καθώς και βασικά στελέχη, καθώς και το στίγμα μιας αποτυχημένης διαδικασίας. Ο αγοραστής, από την πλευρά του, αποφεύγει τον χρόνο και τον κίνδυνο από μια διαδικασία που αναδεικνύει το στόχο σε πολλά μέρη, συμπεριλαμβανομένων των εν δυνάμει ανταγωνιστών.

3.5 Εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τις επιπτώσεις των εξαγορών στην Αξία

Πολλοί ερευνητές έχουν μελετήσει τις επιπτώσεις των εξαγορών στην αξία τόσο των στόχων όσο και των επιχειρήσεων πλειοδότης. Στη βιβλιογραφία υπάρχουν δεδομένα που μπορούν να υποστηρίξουν πολλές απόψεις.

Στοιχεία δείχνουν ότι οι μέτοχοι των επιχειρήσεων-στόχων είναι οι σαφείς νικητές σε εξαγορές - κερδίζουν σημαντική αύξηση των αποδόσεων όχι μόνο γύρω από το ανακοίνωση των εξαγορών, αλλά και κατά τις εβδομάδες που οδηγούν σε αυτή (Damodaran, ό.π., σελ. 972), (Martynova and Renneboog, 2006), (Brealey et al., ό.π., σελ. 589). Αξιολόγηση μελετών (Damodaran, ό.π., σελ. 972) που εξετάζουν ανακοινώσεις εξαγοράς αναφέρουν μια μέση υπερβάλλουσα απόδοση του 30% στους μετόχους του στόχου με επιτυχή δημοπρασία και 20% με επιτυχή συγχώνευση. Άλλες (Damodaran, ό.π., σελ. 972) αναφέρουν premiums κατά μέσο όρο 19% στη δεκαετία του 1960, το 35% στη δεκαετία του 1970 και κατά 30% μεταξύ 1980 και 1985. Πολλές από τις μελέτες αναφέρουν αύξηση της τιμής της μετοχής της εταιρείας στόχου πριν από την ανακοίνωση της εξαγοράς, γεγονός που υποδηλώνει είτε μια πολύ οξυδερκής χρηματοοικονομική αγορά ή τη διαρροή πληροφοριών σχετικά με μελλοντικές ευκαιρίες. Μερικές απόπειρες εξαγορών αποτυγχάνουν, είτε γιατί η επιχείρηση προσφοράς αποσύρει την προσφορά ή επειδή η επιχείρηση-στόχος την αντιμάχεται. Μελέτες που ανέλυσαν τις επιπτώσεις αποτυχίας της εξαγοράς στους μετόχους εταιρείας-στόχου διαπίστωσαν ότι, ενώ η αρχική αντίδραση στην ανακοίνωση της αποτυχίας είναι αρνητική, αν και στατιστικά ασήμαντη, ένας σημαντικός αριθμός των επιχειρήσεων-στόχων τελικά εξαγοράζονται εντός 60 ημερών από την πρώτη αποτυχία εξαγοράς,

κερδίζοντας σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (50% έως 66%) (Damodaran, ό.π., σελ. 972).

Η επίδραση των ανακοινώσεων εξαγοράς στις τιμές των μετοχών της πλειοδότης εταιρείας δεν είναι σαφής. Μελέτες (Damodaran, ό.π., σελ. 973) δείχνουν ότι περίπου το ήμισυ του συνόλου των επιχειρήσεων που κερδίζουν διαγωνισμούς έχουν αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι μέτοχοι είναι επιφυλακτικοί σχετικά με την αντιληπτή αξία της εξαγοράς σε ένα σημαντικό αριθμό περιπτώσεων. Όταν μια προσπάθεια εξαγοράς αποτύχει, αναφέρονται αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις του 5% γύρω από την ανακοίνωση της αποτυχίας. Όταν η ύπαρξη ενός ανταγωνιστή πλειοδότη είναι εμφανής, οι μελέτες δείχνουν σημαντικές αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (περίπου 8%) για τους μετόχους της εταιρείας πλειοδότη που χάνουν από έναν αντίπαλο υποψήφιο εντός 180 ημερών από την ανακοίνωση, και καθόλου υπερβάλλουσες αποδόσεις όταν δεν υπάρχει αντίπαλος πλειοδότης (Damodaran, ό.π., σελ. 973).

Καθώς οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου συνήθως κερδίζουν ασυνήθιστα υψηλές αποδόσεις και οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας, κατά μέσο όρο, δεν χάνουν, οι εξαγορές αναμένεται να αυξήσουν την αξία του τελικού συνόλου. Η εμπειρική βιβλιογραφία, ομόφωνα καταγράφει σημαντικές θετικές επιδράσεις για την τελική επιχείρηση, αν και το μέγεθος των επιδράσεων ποικίλλει (Martynova and Renneboog, 2006). Παράλληλα, κάποιοι θεωρούν ότι οι επενδυτές που αναλύουν τις εξαγορές δείχνουν μεγάλη προσήλωση σε βραχυπρόθεσμα κέρδη εις βάρος πιο μακροπρόθεσμων προοπτικών (Brealey et al., ό.π., σελ. 589).

Στον υπολογισμό της καθαρής αύξησης της αξίας και του οικονομικού κέρδους από μια εξαγορά, επηρεάζεται ως παράμετρος και η διαφορά μεγέθους μεταξύ αγοραστή και εταιρείας στόχου. Με δεδομένο ότι συνήθως το μέγεθος της εξαγοράζουσας είναι μεγαλύτερο, ένα μεγάλο κέρδος για τους μετόχους της εταιρείας-στόχου, μπορεί να αναιρείται από μια μικρή απώλεια για τους μετόχους της εξαγοράζουσας. Μια σειρά μελετών έχουν ασχοληθεί με το ζήτημα, δημιουργώντας ένα χαρτοφυλάκιο αγοραστών και στόχων και εξετάζοντας είτε τις σταθμισμένες αποδόσεις ή τις απόλυτες αποδόσεις. Σχεδόν όλες οι μελέτες αναφέρουν θετικές συνδυασμένες αποδόσεις, με τις 14 από τις 24 να αναφέρουν σημαντικά αποτελέσματα (Bruner, 2004).

Ο Bruner (2004), έχοντας εξετάσει το ερώτημα της δημιουργίας αξίας από μια Εξαγορά ή Συγχώνευση από διάφορες σκοπιές, παρουσιάζει μερικά πρακτικά συμπεράσματα:

- **Ανταμείβει:** Η απάντηση είναι σίγουρα δικαιολογημένη για τους μετόχους των εταιρειών-στόχων. Επίσης, μελέτες σε συνδυασμό στόχων και αγοραστών φαίνεται να δείχνουν ότι οι συναλλαγές αυτές δημιουργούν κάποια κοινή αξία. Τέλος, για τους

υποβάλλοντες προσφορά και μόνο, τα δύο τρίτα από τις μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η αξία διατηρείται ή δημιουργείται.

- **Δεν ανταμείβει:** Αυτό ισχύει αν επικεντρωθεί μόνο στην πλειοδότες, και οριστεί ως «αμοιβή», η δημιουργία σημαντικής και ασυνήθιστης αξίας – πίσω από αυτή τη λογική είναι οι δηλώσεις ότι 60-70% του συνόλου των συναλλαγών "αποτυγχάνει." Η πραγματικότητα όμως είναι ότι 60-70% του συνόλου των συναλλαγών είναι συνδεδεμένες με την οικονομική απόδοση που τουλάχιστον αποζημιώνει τους επενδυτές για το κόστος ευκαιρίας που τους αξίζει.

- **Εξαρτάται:** Η αξία δημιουργείται από την εστίαση, τη συνάφεια, και την τήρηση της στρατηγικής. Άλλα κίνητρα (διαφοροποίηση (ιδιαίτερα ετερογενών δραστηριοτήτων), η μεγιστοποίηση του μεγέθους) καταστρέφουν την αξία. Η συνέπεια αυτού είναι ότι οι καλές ευκαιρίες δεν έχουν επιτευχθεί με την αποτίμηση και μόνο: η στρατηγική και οι δεξιότητες ολοκλήρωσης μετά τη συγχώνευση μετρούν πάρα πολύ. Η βασική επίπτωση από αυτές τις ιδέες είναι ότι οι διοικήσεις μπορούν να κάνουν επιλογές που επηρεάζουν σημαντικά την κερδοφορία της Ε&Σ

- **Όλα τα παραπάνω.** Κάθε μία από τις προηγούμενες θέσεις έχει κάποια αιτιολόγηση για να στηριχθεί. Παρόλα αυτά, η συγκεκριμένη θέση δεν είναι πολύ ικανοποιητική για μια πρακτική απόφαση.

- **Κανένα από τα παραπάνω.** Ίσως η ύπαρξη αντιφατικών μελετών να οδηγεί σε καθαρό αγνωστικισμό, αλλά πάλι ένα τέτοιο συμπέρασμα δεν μπορεί να καθοδηγήσει μια επιχείρηση σε λήψη αποφάσεων.

3.6 Συμπεράσματα

Οι εξαγορές μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές και εμφανίζονται για διαφορετικούς λόγους. Επίσης μπορούν να ταξινομηθούν, με βάση το τι συμβαίνει στην εταιρεία-στόχο μετά την εξαγορά. Μια επιχείρηση στόχος μπορεί να ενοποιείται με την προς απόκτηση οντότητα (συγχώνευση), να δημιουργείται μια νέα οντότητα, σε συνδυασμό με την εξαγοράζουσα επιχείρηση ή να παραμένουν ανεξάρτητες. Υπάρχουν τέσσερα βήματα στην ανάλυση των εξαγορών. Πρώτον, διευκρίνιση των λόγων για την εξαγορά: η υποτίμηση της επιχείρησης-στόχου, επίτευξη διαφοροποίησης, δυνατότητες για συνέργειες, δημιουργία αξίας από την αλλαγή του τρόπου διαχείρισης της επιχείρησης στόχου και ιδιοτελείς σκοποί. Δεύτερον, επιλέγεται μια επιχείρηση στόχος της οποίας τα χαρακτηριστικά την κάνουν τον καλύτερο υποψήφιο, λαμβάνοντας υπόψη το κίνητρο που έχει επιλεγεί στην πρώτη φάση. Τρίτον, εκτιμούμε την επιχείρηση-στόχο, με την προϋπόθεση ότι θα συνεχίσει να διοικείται από τους σημερινούς διαχειριστές της και στη συνέχεια η αξία αναπροσαρμόζεται με την παραδοχή καλύτερης διαχείρισης. Ορίζουμε τη διαφορά μεταξύ αυτών των δύο τιμών, ως την αξία του ελέγχου. Εκτιμούμε, επίσης, κάθε μία από τις διάφορες πηγές των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών συνεργειών και υπολογίζεται το άθροισμα της αξίας. Τέταρτον, θα εξετάσουμε τους μηχανισμούς της εξαγοράς. Εξετάζουμε τον τρόπο με τον οποίο η εξαγοράζουσα επιχείρηση θα πρέπει να αποφασίσει το τίμημα που θα καταβάλλει, δεδομένης της αξίας που εκτιμήθηκε στο προηγούμενο βήμα, συμπεριλαμβανομένων της αξίας του ελέγχου και της αξίας της συνέργιας. Εξετάζουμε επίσης το κατά πόσον η εξαγορά θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί με μετρητά ή μετοχές και το πώς η επιλογή του λογιστικού χειρισμού της εξαγοράς επηρεάζει αυτή την επιλογή. Η διαδικασία της εξαγοράς μπορεί να διαχειριστεί είτε ως μια δομημένη δημοπρασία ή ως μια διαπραγμάτευση, και η κάθε αντιμετώπιση έχει θετικά και αρνητικά στοιχεία. Τέλος, υπάρχουν διάφορες δημοσιευμένες μελέτες για το αποτέλεσμα μιας εξαγοράς στην αξία της εξαγοράζουσας, της εταιρείας στόχου αλλά και του συνδυασμού των δύο. Τα αποτελέσματα των μελετών αυτών δείχνουν ότι τη μεγαλύτερη σχετική αύξηση αξίας την εισπράττουν οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου.

3.7 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

1. Brealey R., Myers S., and Marcus A., "Fundamentals of Corporate Finance", McGraw-Hill, 3rd Edition, 2001
2. Bruner Robert, "Applied Mergers and Acquisitions", John Wiley & Sons Inc., 2004, Chapter 3
3. Damodaran Aswath, "Investment Valuation", John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002, Chapter 25
4. Intralinks, "Global M&A Survey", July 2010
5. Jensen M., "The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy", Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston, Oct. 1987, pp.102-143
6. KPMG, "Mergers and Acquisitions Global Research Report", 1999
7. Martynova M., and Renneboog L., "Mergers and Acquisitions in Europe", Working Paper, University of Tilburg, 2006
8. Mergermarket, "EMEA Deal Drivers Annual Report", 2010
9. Rosenbaum J., and Pearl J., "Investment Banking", John Wiley & Sons Inc., 2009

Κεφάλαιο 4. Ερευνητικό Πεδίο: Ο κλάδος Φαρμάκου και η εταιρεία Specifar

4.1 Εισαγωγή

Το πρώτο βήμα σε μια διαδικασία αποτίμησης (Pinto et al., 2010, σελ. 7) είναι η κατανόηση της ίδιας της επιχείρησης. Η ανάλυση του κλάδου και του ανταγωνισμού μαζί με μια ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων αποτελούν τη βάση για την πρόβλεψη της επίδοσης της επιχείρησης. Σε αυτό το κεφάλαιο επιχειρείται μια ανάλυση του κλάδου φαρμάκου στην Ελλάδα και μια παρουσίαση και ανάλυση της υπό εξέταση εταιρείας (Specifar) ώστε στο επόμενο κεφάλαιο να γίνει μια πρόβλεψη των επιδόσεων της και η εφαρμογή του κατάλληλου μοντέλου για την αποτίμηση της επιχείρησης σύμφωνα με τα όσα έχουν αναπτυχθεί στα προηγούμενα κεφάλαια.

Ο φαρμακευτικός κλάδος αποτελεί έναν εκ των σημαντικότερων κλάδων της Ελληνικής Οικονομίας και στην ελληνική αγορά φαρμάκου δραστηριοποιείται ήδη μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων (τόσο σε επίπεδο παραγωγής όσο και εισαγωγής) με μακρόχρονη και ισχυρή παρουσία και δυναμική, ορισμένες εκ των οποίων αποτελούν θυγατρικές ισχυρών πολυεθνικών ομίλων. Στον κλάδο των φαρμάκων παρατηρείται ιδιαίτερη κινητικότητα τα τελευταία χρόνια. Οι μειώσεις των τιμών με τα διαδοχικά Δελτία Τιμών Φαρμάκων (2010-2012) στα πλαίσια της δημοσιονομικής προσαρμογής, επέφεραν πτώση των πωλήσεων και της κερδοφορίας των εταιρειών.

Η Specifar ιδρύθηκε το 1933 και έχει ως κύριες δραστηριότητες την παραγωγή φαρμάκων και παραφαρμακευτικών προϊόντων, τις αποκλειστικές εισαγωγές και το χονδρικό εμπόριο φαρμάκων. Οι εξαγωγές αποτελούν ένα σημαντικό μέρος του κύκλου εργασιών της. Η εταιρεία εξαγοράστηκε τον Μάιο του 2011 από τη Watson (πλέον Actavis), μια πολυεθνική εταιρεία γενοσήμων.

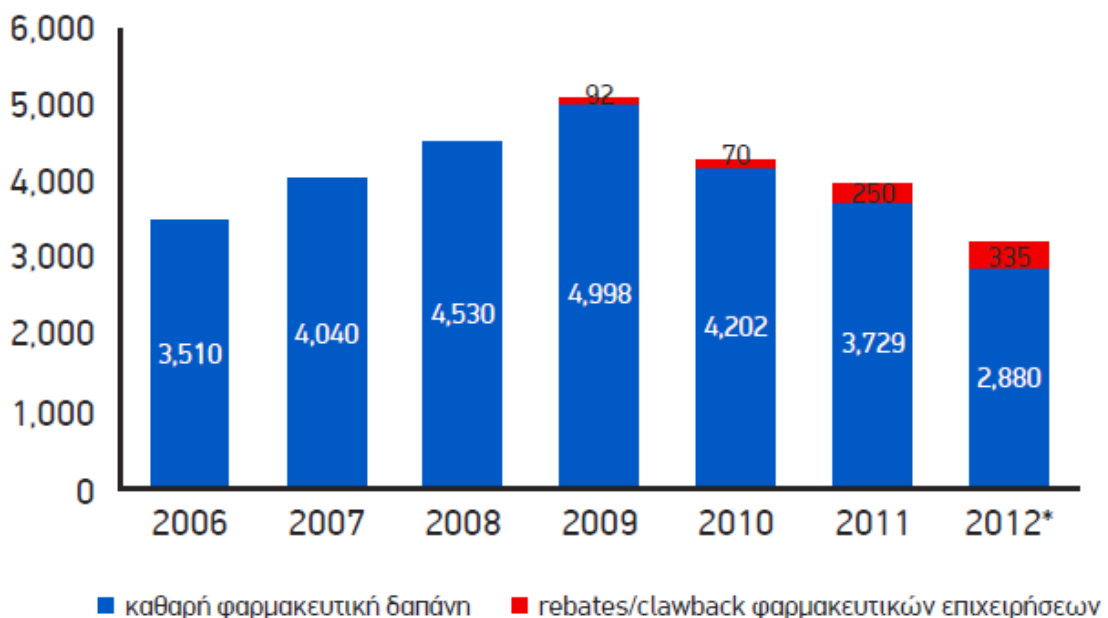
4.2 Η φαρμακευτική αγορά στην Ελλάδα

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συνοπτικά τα βασικά μεγέθη της αγοράς φαρμάκου στην Ελλάδα

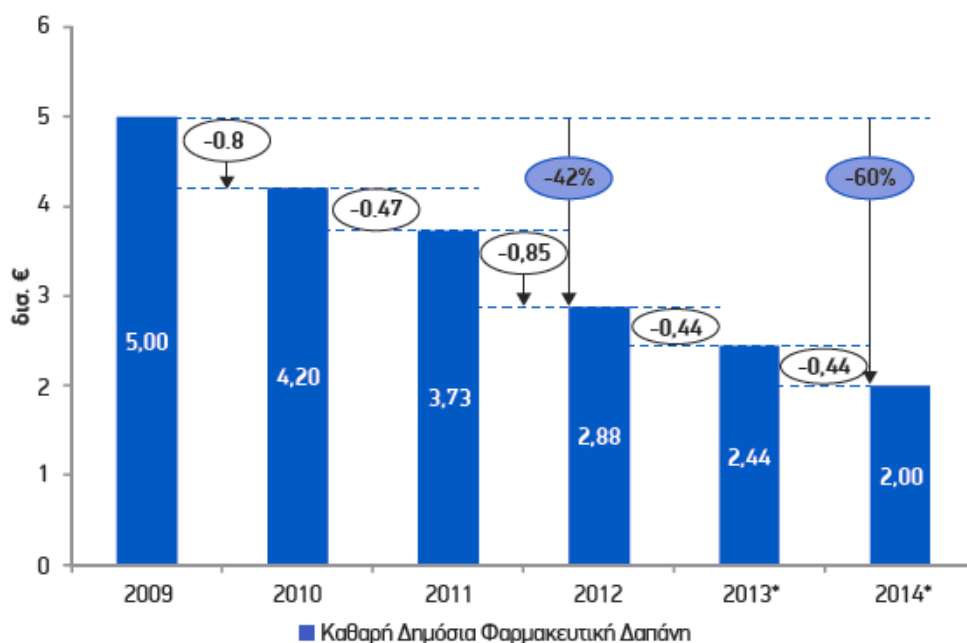
Πίνακας 4.1: Βασικά στοιχεία αγοράς φαρμάκου (IOBE, 2012, σελ. 11)

Αριθμός Επιχειρήσεων	Παραγωγοί και Εισαγωγείς φαρμάκων Φαρμακαποθήκες (2011) Συνεταιρισμοί φαρμακοποιών (2011)	~100 135 27
Πωλήσεις Φαρμάκων	Σε φαρμακεία/φαρμακαποθήκες (τιμές λιανικής) Σε νοσοκομεία (νοσοκομειακές τιμές) Σύνολο πωλήσεων (2011) Μεταβολή 2010/2011	€5.558 εκατ. €1.200 εκατ. €6.759 εκατ. -7,9%
Εγχώρια Παραγωγή	Σε τιμές παραγωγού (ex-factory) (2011)	€846 εκατ.
Εξαγωγές	Αξία (2011)	€859 εκατ.
Εισαγωγές	Αξία (2011)	€3.003 εκατ.
Παράλληλες εξαγωγές	Ποσοστό ως προς το σύνολο της αξίας πωλήσεων φαρμάκων (2011)	7,1%
Απασχόληση	Αριθμός εργαζομένων (2011)	13.600
Δημόσια Φαρμακευτική Δαπάνη	Δαπάνη 2011 Δαπάνη 2012 Μεταβολή 2012/2009 Ποσοστό του ΑΕΠ (2012) Καθαρή Κατά κεφαλήν δημόσια φαρμακευτική δαπάνη (2012) Ποσοστό των Δαπανών Υγείας (2011)	€3.729 εκατ. €2.880 εκατ. -43% 1,4% €253 17,7%
Δομή τιμών	Ποσοστό τιμής παραγωγού / εισαγωγέα στην τιμή λιανικής πώλησης (2012)	67,6%
Μεταβολή τιμών	Δείκτης τιμών φαρμάκων 2005/2011 Δείκτης τιμών φαρμάκων 2010/2011	-17,8% -10,7%
Γενόσημα	Ποσοστό ως προς το σύνολο της αξίας πωλήσεων φαρμάκων (2011)	18%
Γενόσημα και off-patent	Ποσοστό ως προς το σύνολο της αξίας πωλήσεων φαρμάκων (2011)	60%
Επενδύσεις R&D	ΕΦΡΙΑ (2012)	€84 εκατ.

Η συνολική φαρμακευτική δαπάνη στην Ελλάδα το 2012, εκτιμάται (IOBE, ό.π., σελ. 22) ότι ανήλθε στα €5,07 δισ., αποτελώντας το 24,1% της συνολικής δαπάνης υγείας και το 2,4% του ΑΕΠ. Η δημόσια φαρμακευτική δαπάνη ακολούθησε μέχρι το 2009 ανοδική τάση, όπως και η δαπάνη υγείας και το ΑΕΠ. Ωστόσο, τη διετία 2010/2011 μειώθηκε δραστικά, κατά 22%, για να φτάσει το 2011 στα €3,98 δισ., αποτελώντας το 1,8% του ΑΕΠ και το 30% των δημόσιων δαπανών υγείας. Αξίζει να επισημανθεί ότι: α) στο μέγεθος της δημόσιας φαρμακευτικής δαπάνης δεν περιλαμβάνονται οι επιστροφές/ εκπτώσεις των φαρμακευτικών εταιρειών προς τους Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης, οι οποίες το 2011 εκτιμώνται σε €250 εκατ. και μειώνουν περαιτέρω το μέγεθος της δημόσιας φαρμακευτικής δαπάνης σε €3,73 δισ., που αποτελεί το 1,7% του ΑΕΠ και είναι αρκετά κοντά στον στόχο για το 2012, ο οποίος έχει τεθεί στα €2,88 δισ. ήτοι στο 1,4% του ΑΕΠ και β) το υπόλοιπο τμήμα των δημοσίων δαπανών υγείας – εκτός της δημόσιας φαρμακευτικής δαπάνης – στερείται επίσημης και ακριβούς καταγραφής και μέτρησης, γεγονός που δυσκολεύει τον εντοπισμό φαινομένων σπατάλης ή/και κακοδιαχείρισης. Η Καθαρή (μετά τα rebates και τα clawbacks) Δημόσια Φαρμακευτική Δαπάνη κατά κεφαλήν μειώθηκε από το 2009 έως το 2012 κατά 43% και προβλέπεται να μειωθεί επιπλέον κατά 17% (συγκριτικά με το 2009) έως το τέλος του 2014. Τα παρακάτω διαγράμματα παρουσιάζουν την εξέλιξη της Δημόσιας φαρμακευτικής δαπάνης καθώς και την πρόβλεψη για το 2013-14.



Διάγραμμα 4.1: Δημόσια Φαρμακευτική Δαπάνη, 2006-2012 (IOBE, ό.π., σελ. 22)



Διάγραμμα 4.2: Δημόσια Φαρμακευτική Δαπάνη και προβλέψεις (IOBE, ό.π., σελ. 24)

Η παραγωγή και διάθεση των φαρμακευτικών προϊόντων είναι ένας από τους δυναμικούς κλάδους της ελληνικής βιομηχανίας. Το 2011, σύμφωνα με την Έρευνα Εργατικού Δυναμικού της Ελ.ΣΤΑΤ. (IOBE, ό.π., σελ. 28), περίπου 13.600 εργαζόμενοι απασχολήθηκαν στους κλάδους παραγωγής βασικών φαρμακευτικών προϊόντων και φαρμακευτικών σκευασμάτων, καθιστώντας τον τομέα της φαρμακοβιομηχανίας ένα ζωτικό και υποστηρικτικό παράγοντα της απασχόλησης και της ανάπτυξης της Εθνικής Οικονομίας.

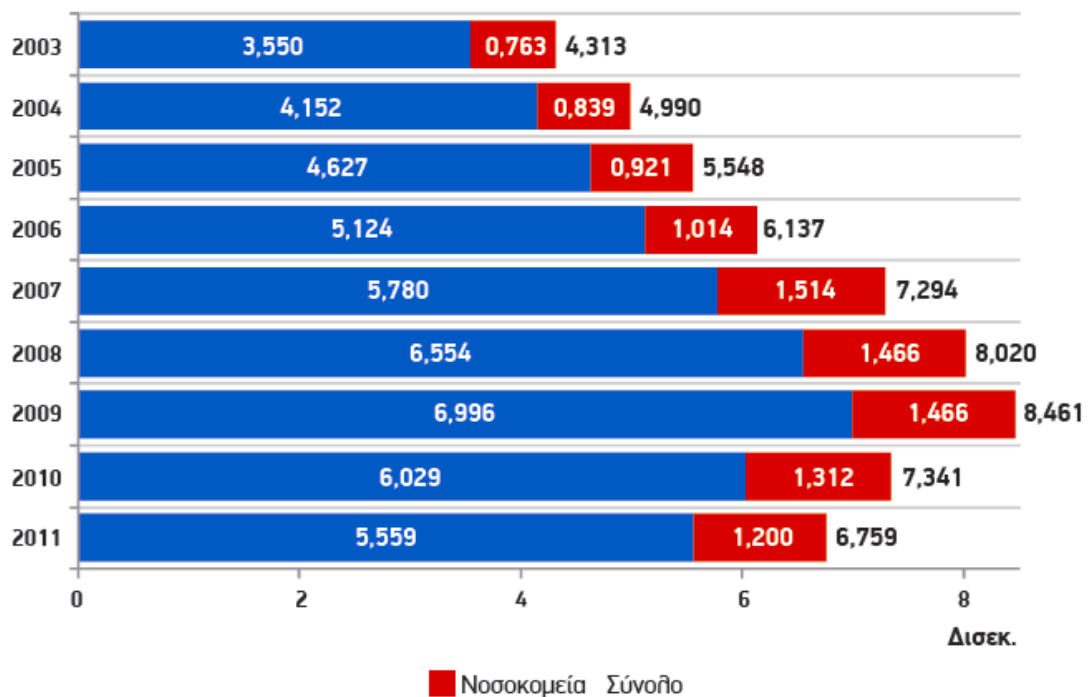
Η προσφορά φαρμακευτικών προϊόντων στην Ελλάδα, προσδιορίζεται από τις φαρμακευτικές επιχειρήσεις του κλάδου (παραγωγικές και εμπορικές) και την αλυσίδα αποθήκευσης, διακίνησης και διάθεσης του φαρμάκου στο κοινό. Πιο αναλυτικά, τα φάρμακα, με εξαίρεση εκείνα που διατίθενται μέσω νοσοκομείων, στη διακίνηση των οποίων δεν παρεμβάλλονται οι χονδρέμποροι, ακολουθούν την πορεία:

φαρμακευτική επιχείρηση – φαρμακαποθήκη – φαρμακείο.

Ταυτόχρονα επιτρέπεται η απευθείας πώληση από τις εταιρείες προς τα φαρμακεία. Σε κάποιες περιπτώσεις προβλέπεται η δυνατότητα χορήγησης φαρμάκων από τους ιατρούς ή η απευθείας παράδοση φαρμάκων από τη φαρμακευτική επιχείρηση στον ασθενή, κατόπιν έγκρισης από το Ασφαλιστικό Ταμείο. Το ρόλο των χονδρεμπόρων στον κλάδο του φαρμάκου διαδραματίζουν οι ιδιωτικές φαρμακαποθήκες και οι συνεταιρισμοί φαρμακοποιών. Το 2011, λειτούργησαν 135 φαρμακαποθήκες (στοιχεία του Πανελληνίου Συλλόγου Φαρμακαποθηκαρίων) και 27 συνεταιρισμοί φαρμακοποιών.

Το 2011 οι συνολικές πωλήσεις φαρμάκων ανήλθαν στα €6,7 δισ., εκ των οποίων το 82,2% διοχετεύθηκε στις φαρμακαποθήκες και τα φαρμακεία (περιλαμβάνονται οι παράλληλες εξαγωγές οι οποίες το 2011 απετέλεσαν το 8,7% της αξίας των εξωνοσοκομειακών πωλήσεων), ενώ το υπόλοιπο 17,8% στα νοσοκομεία (IOBE, ό.π., σελ. 30).

Οι πωλήσεις φαρμάκων στα φαρμακεία και στα νοσοκομεία κινήθηκαν ανοδικά μέχρι το 2009. Η μείωση των τιμών των φαρμάκων και τα υπόλοιπα μέτρα περιστολής της δημόσιας φαρμακευτικής δαπάνης, στο πλαίσιο της δημοσιονομικής προσαρμογής, οδήγησαν την τελευταία διετία σε σημαντική μείωση των πωλήσεων φαρμάκων κατά 20%. Οι συνολικές πωλήσεις φαρμάκων καταγράφονται σε μηνιαία βάση από τον Εθνικό Οργανισμό Φαρμάκων (ΕΟΦ) και περιλαμβάνουν τις πωλήσεις φαρμακευτικών προϊόντων από τις φαρμακευτικές επιχειρήσεις προς τα Νοσοκομεία (σε νοσοκομειακές τιμές) και τις Φαρμακαποθήκες/Φαρμακεία (σε λιανικές τιμές). Οι πωλήσεις καταγράφονται και σε όρους αριθμού συσκευασιών.



Διάγραμμα 4.3: Πωλήσεις φαρμάκων στην Ελλάδα, 2003-2011, σε δισ. € (IOBE, ό.π., σελ.30)

Τα εγκεκριμένα φάρμακα που κυκλοφορούν στην αγορά διακρίνονται και με κριτήριο την προστασία τους ή μη από διπλώματα ευρεσιτεχνίας. Στα μη προστατευμένα φάρμακα περιλαμβάνονται τα επώνυμα φάρμακα των οποίων η πατέντα έχει λήξει (off-

patent) καθώς και τα γενόσημα (generics, Gx) Στην Ελλάδα, η διείσδυση σε όγκο των μη προστατευμένων προϊόντων φτάνει το 60%, ποσοστό που είναι χαμηλότερο σε σχέση με άλλες Ευρωπαϊκές αγορές. Ωστόσο, το γεγονός ότι σε όρους αξίας η διείσδυση δεν διαφοροποιείται μεταξύ προστατευμένων και μη, σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει σε άλλες χώρες, συνεπάγεται ότι οι τιμές των μη προστατευμένων από δίπλωμα ευρεσιτεχνίας φαρμάκων στην Ελλάδα είναι υψηλότερες συγκριτικά με τις αντίστοιχες των άλλων Ευρωπαϊκών χωρών. Αντίθετα, οι τιμές των προστατευμένων προϊόντων είναι από τις χαμηλότερες τιμές στην ΕΕ εξαιτίας του τρόπου τιμολογήσεώς τους (IOBE, ό.π., σελ. 31).

Ο κλάδος παραγωγής φαρμακευτικών προϊόντων σημείωσε την τελευταία δεκαετία ισχυρή ανάπτυξη, υπερδιπλασιάζοντας το επίπεδο (όγκο) της παραγωγής του (IOBE, ό.π., σελ. 32). Αποτελεί έναν από τους ταχύτερα αναπτυσσόμενους κλάδους της εγχώριας μεταποίησης, σε μια περίοδο κατά την οποία η ελληνική βιομηχανία συνολικά ακολούθησε φθίνουσα πορεία. Αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο, στην αύξηση των επενδύσεων στον κλάδο με τη δημιουργία νέων μονάδων παραγωγής και παρασκευής φαρμακευτικών σκευασμάτων. Αν και η οικονομική κρίση ανέκοψε τη δυναμική πορεία του κλάδου, επιβραδύνοντας το ρυθμό μεγέθυνσης της εγχώριας παραγωγής, οι απώλειες που καταγράφει ο κλάδος την τελευταία διετία είναι περιορισμένες συγκριτικά με το σύνολο της μεταποίησης. Σε όρους αξίας, η παραγωγή φαρμάκου στην Ελλάδα το 2011 ανήλθε στα € 846,2 εκατ., μειωμένη σε σχέση με το 2010 κατά 7% περίπου. Ο κλάδος εγχώριας παραγωγής φαρμάκων παρουσιάζει αυξανόμενη συμμετοχή στην εγχώρια βιομηχανική παραγωγή, ενώ ανάμεσα στις χώρες του ΟΟΣΑ η Ελλάδα καταλαμβάνει υψηλή θέση όσον αφορά το μερίδιο της παραγωγής φαρμακευτικών σκευασμάτων ως προς τη συνολική βιομηχανική παραγωγή.

Ο ρόλος του φαρμακευτικού κλάδου, στη διαμόρφωση του συνολικού εξωτερικού εμπορίου της χώρας, είναι ιδιαίτερα σημαντικός (IOBE, ό.π., σελ. 36). Οι εισαγωγές και οι εξαγωγές φαρμάκων το 2011 ανήλθαν σε €3,0 δισ. και €859 εκατ., αντίστοιχα. Σε σχέση με το 2010, οι εισαγωγές φαρμακευτικών προϊόντων παρουσίασαν μείωση κατά 12,9%, ενώ και οι εξαγωγές μειώθηκαν κατά 15%. Το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου φαρμάκων ξεπερνά τα € 2 δισ., αλλά εμφανίζει τα τελευταία χρόνια τάση μείωσης. Από το σύνολο των εισαγωγών φαρμάκων στην Ελλάδα κατά την διάρκεια του 2011, το 81,7% προέρχεται από τις χώρες της ΕΕ-27, ενώ το υπόλοιπο 18,3% από χώρες εκτός ΕΕ. Παρόμοια εικόνα παρατηρείται και στις εξαγωγές με το 90,2% των ελληνικών εξαγωγών φαρμάκων να κατευθύνεται στην ΕΕ.

4.3 Ανάλυση κατά Porter του κλάδου φαρμάκου στην Ελλάδα

Στα πλαίσια της ανάγκης για μια εις βάθος κατανόησης του κλάδου φαρμάκου προτού επιχειρηθεί η αποτίμηση της υπό εξέταση εταιρείας, θα χρησιμοποιηθεί το μοντέλο του Porter (Wheelen and Hunger, 2010, σελ. 158) προκειμένου να αναλυθούν οι δυνάμεις που διαμορφώνουν τον ανταγωνισμό.

- Είσοδος Νέων Ανταγωνιστών

Στον κλάδο των φαρμάκων υφίστανται νομικά εμπόδια εισόδου, αφενός στο επίπεδο της προστασίας των «πρωτότυπων» φαρμάκων, έναντι των γενοσήμων, αφετέρου στο επίπεδο ελέγχου και καθορισμού τιμών από το κράτος. Στη φαρμακευτική αγορά, διεθνώς, υφίστανται φραγμοί εισόδου που ενισχύονται από τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας, τις διαδικασίες έγκρισης φαρμάκων καθώς και τις απαιτούμενες υψηλές επενδύσεις για ανάπτυξη νέων φαρμάκων.

- Κίνδυνοι από Υποκατάστατα Προϊόντα-Υπηρεσίες

Ο τομέας του φαρμάκου δεν αντιμετωπίζει απειλή υποκατάστασης στο σύνολό του. Οποιαδήποτε υποκατάσταση λειτουργεί μόνο εντός των ορίων του κλάδου, μεταξύ προϊόντων διαφορετικών εταιρειών ή μεταξύ πρωτοτύπων και αντιγράφων φαρμάκων.

- Διαπραγματευτική Δύναμη Προμηθευτών

Στον τομέα της παραγωγής φαρμάκου, προμηθευτές είναι κυρίως οι χημικές βιομηχανίες και επιχειρήσεις που προμηθεύουν τις δραστικές ουσίες που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή των εξεταζόμενων προϊόντων. Σε γενικές γραμμές, η διαπραγματευτική τους δύναμη θεωρείται ισχυρή, ιδίως για πρώτες ύλες και ουσίες. Περαιτέρω, οι μεγάλοι φαρμακευτικοί όμιλοι που επενδύουν σε έρευνα και ανάπτυξη και παράγουν «πρωτότυπα» φάρμακα, τα οποία προστατεύονται από τις σχετικές πατέντες, έχουν ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη έναντι των διάφορων εισαγωγέων φαρμάκων που δραστηριοποιούνται σε κάθε χώρα.

- Διαπραγματευτική Δύναμη Αγοραστών

Η τιμολόγηση των φαρμάκων υπόκειται σε ιδιαίτερο θεσμικό πλαίσιο και είναι ελεγχόμενη από τους αρμόδιους κρατικούς φορείς, οι οποίοι καθορίζουν τις τιμές πώλησης των φαρμάκων. Η ζήτηση όμως καθορίζεται από τη συνταγογραφία των ιατρών και επομένως είναι μικρά τα περιθώρια διαπραγμάτευσης τόσο του κράτους όσο και των υπόλοιπων μελών της εφοδιαστικής αλυσίδας. Περιθώρια διαπραγμάτευσης υπάρχουν ουσιαστικά μόνο όσον αφορά τους όρους πληρωμών και εξόφλησης αλλά στις παρούσες συνθήκες οικονομικής κρίσης, έχει ήδη σημειωθεί μεγάλη επιδείνωση όσον αφορά τους όρους πληρωμής τόσο στο κανάλι των Νοσοκομείων όσο και στο κανάλι των Φαρμακαποθηκών / Φαρμακείων.

- Ανταγωνισμός μεταξύ Επιχειρήσεων του Κλάδου

Η αγορά των φαρμακευτικών εταιρειών χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό, καθώς δραστηριοποιείται σε αυτήν μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων. Οι στρατηγικές κινήσεις, οι οποίες καταγράφονται ως αποτέλεσμα της διεθνούς τάσης για συγχωνεύσεις και εξαγορές, έχουν επιπτώσεις και στην εγχώρια αγορά. Η πρακτική αυτή έχει οδηγήσει στη συγκρότηση φαρμακευτικών κολοσσών, οι οποίοι επιδιώκουν τη συνεχή ισχυροποίηση της θέσης τους στην παγκόσμια αγορά φαρμάκου. Επιπλέον, οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις διαθέτουν αξιόλογα κεφάλαια για έρευνα και ανάπτυξη (R&D), πραγματοποιούν επενδύσεις με σκοπό την ανανέωση και τον εκσυγχρονισμό του μηχανολογικού τους εξοπλισμού και της παραγωγικής διαδικασίας, ενώ δείχνουν αυξημένο ενδιαφέρον για την απόκτηση νέων πρωτότυπων φαρμάκων που προστατεύονται από το καθεστώς της «πατέντας».

Η συνεχιζόμενη ύφεση την οποία βιώνει η εγχώρια οικονομία έχει πλήξει το σύνολο του φαρμακευτικού κλάδου. Ο περιορισμός των κρατικών δαπανών την περίοδο 2010-2012, περιελάμβανε τη δραστική περιστολή της φαρμακευτικής δαπάνης. Οι τομείς Υγείας και Φαρμάκου κλήθηκαν να συνεισφέρουν τα μέγιστα στην προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής. Οι περιοχές παρέμβασης καθώς και οι βασικές νομοθετικές ρυθμίσεις που ακολούθησαν από το 2010 και μετά, μετέβαλαν δραστικά τα δεδομένα στη λειτουργία των συγκεκριμένων τομέων. Το κλίμα που επικρατεί στον εξεταζόμενο κλάδο είναι ιδιαίτερα βαρύ, καθώς γίνεται λόγος για αναστολή της λειτουργίας βιομηχανικών μονάδων και ταυτόχρονη αποχώρηση θυγατρικών μεγάλων πολυεθνικών επιχειρήσεων, με άμεσες επιπτώσεις στον ομαλό εφοδιασμό της αγοράς φαρμάκου. Η προσπάθεια της πολιτείας να τηρήσει τις μνημονιακές της δεσμεύσεις, υπαγορεύει περαιτέρω μειώσεις στη δημόσια φαρμακευτική δαπάνη για το 2013, που θα προέρθει κατά κύριο λόγο, από αντίστοιχες μειώσεις στις τιμές των φαρμάκων. Ως εκ τούτου, παρά τη σταθερή ζήτηση των εν λόγω προϊόντων (σε συσκευασίες), καθίσταται αναπόφευκτη η περαιτέρω συρρίκνωση της αξίας εγχώριας αγοράς φαρμάκου κατά το τρέχον έτος (2013). Από την άλλη πλευρά όμως, τα γενόσημα φάρμακα ειδικότερα αναμένεται να σημειώσουν σημαντική αύξηση της συμμετοχής τους στη συνολική εγχώρια κατανάλωση φαρμάκων. Η μείωση της ανώτατης τιμής τους σε σχέση με την τιμή των αντίστοιχων πρωτότυπων φαρμάκων σε συνδυασμό με την αύξηση της συμμετοχής των ασθενών στο κόστος της φαρμακευτικής αγωγής, η επιβολή αλλαγών κατά τη διαδικασία συνταγογράφησης (ηλεκτρονική συνταγογράφηση, συνταγογράφηση με βάση τη δραστική ουσία), σε συνδυασμό με τη λήξη πατέντας σε πολλά πρωτότυπα φάρμακα, θα αλλάξει σημαντικά το σκηνικό στην εγχώρια αγορά φαρμάκου.

Σε σχετική έρευνα (McKinsey, 2011, σελ. 51), ο κλάδος παραγωγής γενόσημων φαρμάκων στην Ελλάδα κατατάσσεται στα “ανερχόμενα αστέρια”, περιοχές όπου η Ελλάδα φαίνεται να κατέχει σχετικό συγκριτικό πλεονέκτημα. Αποτελεί έναν από τους κλάδους που θα μπορούσαν να συνεισφέρουν σημαντικά στην ανάπτυξη του ΑΕΠ και της απασχόλησης. Περιληπτικά οι δείκτες που ενισχύουν το επιχείρημα ότι ο εν λόγω κλάδος αποτελεί μια ευκαιρία είναι:

- Αναμένεται ισχυρή ανάπτυξη της αγοράς τόσο στην Ελλάδα όσο και παγκοσμίως (5-9% ετησίως) παράλληλα με υποστήριξη από κυβερνητικές πολιτικές
- Υπάρχει ήδη σημαντική τοπική βιομηχανία (€1.3 δις το 2010, κυρίως από τοπικές εταιρείες)
- Αρκετές τοπικές εταιρείες έχουν πετυχημένη (αν και σποραδική) εξαγωγική δραστηριότητα

Η έρευνα (McKinsey, ό.π., σελ. 51), προτείνει και ένα περίγραμμα των πιθανών προτεραιοτήτων για ανάπτυξη:

- Αύξηση της συγκέντρωσης και βελτιστοποίηση της βάσης κόστους προκειμένου να είναι ανταγωνιστική σε περιβάλλον χαμηλότερων τιμών
- Εστιασμένη ανάπτυξη σε νέες γεωγραφίες
- Σταδιακή μείωση τιμών παράλληλα με βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της τοπικής βιομηχανίας
- Εκστρατείες ενημέρωσης στους επαγγελματίες υγείας και στο ευρύ κοινό για τα γενόσημα
- Απλοποίηση διαδικασιών για την γρήγορη κυκλοφορία νέων προϊόντων στην αγορά

4.4 Ανάλυση της εταιρείας Specifar

4.4.1 Γενικά

Η Specifar ιδρύθηκε το 1933 (Specifar, 2013). Είναι μη μια εισηγμένη επιχείρηση και οι δραστηριότητές της είναι η Παραγωγή φαρμάκων και παραφαρμακευτικών προϊόντων, οι Αποκλειστικές εισαγωγές και το χονδρικό εμπόριο φαρμάκων. Τα παραγόμενα φάρμακα της εταιρείας αφορούν κυρίως τις θεραπευτικές κατηγορίες του καρδιαγγειακού και του νευρικού συστήματος.

Το 2001 εγκαινιάστηκε η νέα μονάδα της Specifar, στην οποία παρασκευάζονται δισκία, κάψουλες, στερεά και ημιστερεά (δυνατότητα παραγωγής 2,2 δις δισκία ετησίως), ενώ στον ίδιο χώρο στεγάζεται το τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης και οι αποθήκες. Παράλληλα, έχουν ξεκινήσει οι εργασίες για την ανέργεση της νέας παραγωγικής

μονάδας, η οποία βρίσκεται στο Σχηματάρι και έχει τέσσερις φορές το μέγεθος της τωρινής με δυνατότητα παραγωγής 8,8 δις δισκία τον χρόνο. Το 2003 η Specifar εξασφάλισε την πρώτη άδεια κυκλοφορίας για προϊόν της σε ξένη αγορά (στις 24 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης) και μέσα στο 2004 έγινε με απόλυτη επιτυχία και το πρώτο λανσάρισμα προϊόντος στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Την επόμενη χρονιά και έπειτα από την ομαλή μεταφορά της διοίκησης στην νεότερη γενιά, η Specifar έστρεψε την προσοχή της και στην Ελληνική αγορά, ακολουθώντας ένα νέο στρατηγικό πλάνο. Ο προϊόντος κατάλογος έγινε ακόμη μεγαλύτερος, ενώ το δίκτυο πωλήσεων στήθηκε από την αρχή με αποτέλεσμα μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα, η Specifar να γίνει κυρίαρχος παίκτης στην Ελληνική αγορά. Στο πλαίσιο αυτό, το 2008 το τμήμα πωλήσεων και marketing απέκτησε δικά του γραφεία στο κέντρο της Αθήνας, ενώ έναν χρόνο αργότερα εγκαινιάστηκε το γραφείο της Θεσσαλονίκης και τον Φεβρουάριο του 2010 της Κρήτης. Τέλος, μέσα στο τρίτο τρίμηνο του 2012 αναμένεται να ολοκληρωθεί η κατασκευή νέου εργοστασίου, το οποίο βρίσκεται στο Σχηματάρι.

Η Specifar, με ετήσια έσοδα περίπου 82.8 εκατ. ευρώ για το 2010 και 73.5 εκατ. Ευρώ για το 2011, λειτουργεί σε δύο βασικές επιχειρήσεις. Η Εταιρεία αναπτύσσει προϊόντα για λογαριασμό τρίτων, με περίπου 400 άδειες κυκλοφορίας να παραχωρούνται σε τρίτους για την πώληση σε 36 χώρες, κυρίως στην Ευρώπη. Η Specifar έχει καταθέσει προς έγκριση οκτώ προϊόντα στην ΕΕ και έχει αρκετά επιπλέον προϊόντα σε ανάπτυξη. Ο κλάδος ανάπτυξης της εταιρείας, ο οποίος δραστηριοποιείται διεθνώς, αντιπροσωπεύει περισσότερο από το 70% των συνολικών εσόδων. Η Specifar είναι επίσης στην πρώτη πεντάδα στην ελληνική αγορά επωνύμων γενόσημων προϊόντων, με ένα χαρτοφυλάκιο άνω των 30 προϊόντων, που περιλαμβάνει προϊόντα που αναπτύχθηκαν εσωτερικά ή αποκτήθηκαν από τρίτους, και προωθούνται από μια ομάδα πωλήσεων με 170 εργαζόμενους. Η Specifar εμπορεύεται επίσης προϊόντα στην Ελλάδα με την επωνυμία Alet Pharmaceuticals μέσω μιας ξεχωριστής ομάδας πωλήσεων 55 ατόμων.

Το 2011 η εταιρεία απασχολούσε συνολικά 451 εργαζόμενους.

4.4.2 Ανάλυση Αριθμοδεικτών

Στο Παράρτημα 1 παραθέτονται τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας για την περίοδο 2008-11, βάσει των δημοσιευμένων ισολογισμών. Ο παρακάτω Πίνακας παρουσιάζει τους βασικούς αριθμοδείκτες για την εταιρεία για την αντίστοιχη περίοδο.

Πίνακας 4.2: Ανάλυση αριθμοδεικτών της εταιρείας Specifar για την περίοδο 2008-11

	2008	2009	2010	2011
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	4,05	27,37	34,58	31,27
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΑΠΑΣΧΟΛ. ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	2,11	15,26	18,10	13,15
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	35,05	40,96	43,31	53,09
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	1,95	15,84	18,92	23,60
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	2,35	15,84	18,92	23,60
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ ΕΒΙΤΔΑ	19,60	21,95	24,81	31,35
ΣΧΕΣΗ ΞΕΝΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	0,91	0,79	0,91	1,38
ΚΑΛΥΨΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΑΠΑΝΩΝ	2,47	25,98	17,27	10,02
ΒΡΑΧ. ΤΡΑΠΕΖ. ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛ.	39,55	22,25	14,02	-
Μ.Ο ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	86	137	121	130
Μ.Ο ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ ΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ	74	46	85	151
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	156	152	85	172
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΑΣΧ. ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1,08	0,96	0,96	0,56

Από τους παραπάνω δείκτες είναι εμφανής η βελτίωση των επιδόσεων της εταιρείας τα τελευταία έτη. Οι δείκτες αποδοτικότητας κεφαλαίων βελτιώνονται και παράλληλα τα περιθώρια κέρδους. Η σχέση ιδίων/ ξένων κεφαλαίων έχει παραμείνει σταθερή (με εξαίρεση το έτος της εξαγοράς) και, παρά την οικονομική κρίση, ο μ.ο. είσπραξης απαιτήσεων έχει επίσης παραμείνει σταθερός.

4.4.3 Εξαγορά από τη Watson

Στις 25 Μαΐου 2011, η Watson Pharmaceuticals, Inc. και η Specifar ανακοίνωσαν (Watson, 2011) από κοινού την εξαγορά της δεύτερης από την πρώτη για € 400 εκ. σε μετρητά και κάποιες επιπρόσθετες πιθανές μελλοντικές απαιτήσεις. Η Watson χρηματοδότησε την εξαγορά χρησιμοποιώντας ταμειακά διαθέσιμα και δανεισμό. Η συμφωνία, που υπογράφηκε και έκλεισε άμεσα, αναμένεται να είναι άμεσα θετική στα non-GAAP κέρδη του 2011. Οι Jefferies & Company, Inc. ήταν οι σύμβουλοι της Watson σε αυτή τη συναλλαγή ενώ οι Rothschild και Eurobank EFG συμβούλεψαν τη Specifar.

Στα οφέλη της εξαγοράς, η Watson αναφέρει κυρίως την απόκτηση μιας εταιρείας με ικανότητες ανάπτυξης και αδειοδότησης προϊόντων παγκοσμίως και αύξησης της εμπορικής παρουσίας σε σημαντικές αγορές στην Ευρώπη μέσω ενός χαρτοφυλακίου εγκεκριμένων προϊόντων. Στην ανακοίνωση της εξαγοράς, τονίζεται η στρατηγική σημασία της ένωσης καθώς η Watson πλέον αποκτά μια ισχυρή ικανότητα ανάπτυξης προϊόντων που είναι αναγνωρισμένα από τον κλάδο για τα επιτυχημένα λανσαρίσματα προϊόντων σε σημαντικές ευρωπαϊκές αγορές. Ο κλάδος ανάπτυξης προϊόντων θα συνεχίσει να αναπτύσσει προϊόντα για τρίτους κάτω από την επωνυμία Specifar αλλά και για τους εμπορικούς κλάδους της Watson παγκοσμίως. Επιπρόσθετα, ο στόχος

είναι να εξελιχθούν οι ικανότητες ανάπτυξης προϊόντων της Specifar και να δημιουργηθεί ένα κέντρο αριστείας για ανάπτυξη προϊόντων που θα απευθύνονται σε διεθνείς αγορές. Η εξαγορά δίνει επίσης στη Watson μια σημαντική εμπορική παρουσία στην ελληνική φαρμακευτική αγορά. Σημειώνεται ότι η διείσδυση των γενοσήμων στην Ελλάδα είναι από τις χαμηλότερες στην Ευρώπη και έτσι υπάρχει μια σημαντική ευκαιρία προς εκμετάλλευση για την ανάπτυξη σε αυτή την αγορά. Η εμπορική δομή των Specifar και Alet θα μπορεί να χρησιμοποιηθεί για το λανσάρισμα του χαρτοφυλακίου της Watson στην Ελλάδα. Η προσθήκη της νέας παραγωγικής μονάδας της Specifar, με δυναμικότητα 3-5 δις. ταμπλέτες, στην εφοδιαστική αλυσίδα της Watson θα της επιτρέψει να μεταφέρει εσωτερικά την παραγωγή ορισμένων προϊόντων που σήμερα παράγονται από τρίτους.

Από τις δηλώσεις του κ. Paul Bisaro, CEO της Watson, φαίνεται ότι η σημερινή διοικητική ομάδα θα παραμείνει στη θέση της. Αναφέρεται ότι η ευρωπαϊκή τους εμπειρία και οι τρέχουσες επιχειρηματικές σχέσεις θα στηρίξουν την μελλοντική εμπορική επέκταση της Watson στην Ευρώπη.

Σχετικά με τις πιθανές μελλοντικές απαιτήσεις, αυτές σχετίζονται με την ευκαιρία που παρουσιάζει το γενόσημο της εσομεπραζόλης. Στο ερευνητικό χαρτοφυλάκιο της Specifar υπάρχει γενόσημο της εσομεπραζόλης που θα μπορούσε να λανσαριστεί σε ορισμένες ευρωπαϊκές αγορές μέχρι το 4^ο τρίμηνο του 2011. Ο λόγος που η αξία αυτού του προϊόντος δεν ενσωματώθηκε στο αρχικό τίμημα είναι διάφορες αβέβαιες μεταβλητές γύρω από αυτό. Οι πρώην ιδιοκτήτες της Specifar θα μπορούν να λάβουν επιπρόσθετες πληρωμές, έως €40εκ., βάσει των μελλοντικών κερδών του προϊόντος στα πρώτα πέντε έτη των πωλήσεών του.

4.5 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

1. Pinto J., Henry E., Robinson T., Stowe J., and Cohen A., "Equity Asset Valuation", John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2010, Chapter 1
2. IOBE, "Η φαρμακευτική αγορά στην Ελλάδα: Γεγονότα και στοιχεία 2012", Δεκέμβριος 2012
3. Wheelen L. Thomas, J. David Hunger, "Concepts in Strategic Management and Business Policy", Pearson, 12th Edition, 2010, Chapter 4
4. Mc Kinsey and Company, "Greece 10 years ahead", September 2011
5. Specifar, <http://www.specifar.com>, (2013)
6. Watson Inc., <http://www.watson.com>, (2011)

Κεφάλαιο 5: Εφαρμογή Θεωρητικού Μοντέλου Αποτίμησης για τη Specifar

5.1 Εισαγωγή

Στο προηγούμενο κεφάλαιο έγινε το πρώτο βήμα (Pinto et al., 2010, σελ. 7) για την αποτίμηση της Specifar που περιελάμβανε την κατανόηση της επιχείρησης με ανάλυση του κλάδου και του ανταγωνισμού μαζί με μια ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων της κάτι που αποτελεί τη βάση για την πρόβλεψη της επίδοσης της επιχείρησης. Στο παρών κεφάλαιο επιχειρείται μια πρόβλεψη της επίδοσης καθώς αυτή θα αποτελέσει το δεδομένο για το μοντέλο της αποτίμησης. Στη συνέχεια θα γίνει η αποτίμηση με την επιλογή του κατάλληλου DCF μοντέλου καθώς και με τη χρήση πολλαπλάσιων. Στην περίπτωση αποτίμησης για εξαγορά, η εκτίμηση της επιχείρησης ξεκινά με στόχο την εκτίμηση της αξίας της εταιρείας με τις υφιστάμενες επενδυτικές, χρηματοδοτικές και μερισματικές πολιτικές. Αυτή η εκτίμηση, την οποία ονομάζουμε “stand alone” αποτίμηση, παρέχει μια βάση από την οποία μπορούμε να εκτιμήσουμε τα premiums του ελέγχου και της συνέργειας (Damodaran, 2002, σελ. 984).

5.2 Αποτίμηση Specifar βάσει μοντέλου DCF

Χρησιμοποιώντας ως βάση το Διάγραμμα 1.3, που παρουσιάστηκε στο Κεφάλαιο 1 (Damodaran, ό.π., σελ. 1352), και την ανάλυση τόσο του κλάδου όσο και της Specifar που παρουσιάστηκαν στο Κεφάλαιο 4, μπορούν να γίνουν οι παρακάτω παραδοχές:

- Είναι εφικτή η εκτίμηση της Κατάστασης Ταμειακών Ροών
- Ο δείκτης μόχλευσης, βάσει της Ανάλυσης των Δεικτών (Πίνακας 4.2), μεταβάλλεται
- Τα κέρδη της επιχείρησης είναι θετικά και έχουν κανονικότητα
- Ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης είναι μεγαλύτερος από τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ: Στην περίοδο 2009-11 το ΑΕΠ σημείωσε πτώση 7.2% (IOBE, 2012) ενώ ο κύκλος εργασιών της Specifar πτώση 2.2%
- Δεδομένου ότι η επιχείρηση δεν έχει ικανότητες ανάπτυξης βιο-ομοειδών φαρμάκων, έχει περιορισμένο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα πέραν της 10ετίας (IMS Health, 2011)

Σύμφωνα με τις παραπάνω παραδοχές, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ένα μοντέλο DCF που θα έχει ως βάση τις ταμειακές ροές προς την επιχείρηση. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν τα τρέχοντα κέρδη, χωρίς εξομάλυνση. Σχετικά με τον ρυθμό ανάπτυξης, θα χρησιμοποιηθεί ένα μοντέλο δύο σταδίων, όπου στο πρώτο στάδιο (υψηλής ανάπτυξης) θα χρησιμοποιηθεί ως ρυθμός το 9% (McKinsey, 2011) και στο δεύτερο στάδιο δεν θα υποθεθεί ανάπτυξη (0%).

Η αξία της επιχείρησης θα ληφθεί προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές για την επιχείρηση, δηλαδή, τις υπόλοιπες ταμειακές ροές μετά τη συνάντηση όλων των λειτουργικών δαπανών, των αναγκών επανεπένδυση και των φόρων, αλλά πριν από οποιαδήποτε πληρωμή είτε χρέους ή σε κατόχους μετοχών, στο μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου, το οποίο είναι το κόστος των διαφόρων συνιστωσών της χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται από την επιχείρηση, σταθμισμένη με αναλογίες αγοράς αξία τους (Damodaran, 2002, σελ. 19).

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1+WACC)^t}$$

όπου,

CF to Firm(t) = Αναμενόμενη Χρηματοροή στην περίοδο t

WACC = Μέσο Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital)

Στο Παράρτημα 2 παραθέτονται οι Καταστάσεις Ταμειακών Ροών για τη Specifar για την περίοδο 2009-11. Δεδομένης των αυξημένων δαπανών για την κατασκευή του νέου εργοστασίου της στο Σχηματάρι, που αναμενόταν να ολοκληρωθεί το 2012, οι μελλοντικές δαπάνες για πάγια έχουν εξομαλυνθεί.

Για την εκτίμηση του Μέσου Σταθμισμένου Κόστους Κεφαλαίου (WACC) είναι απαραίτητος ο υπολογισμός διαφόρων παραμέτρων:

Ο υπολογισμός του beta της Specifar θα βασιστεί στους unlevered συντελεστές beta του κλάδου Φαρμακευτικών επιχειρήσεων (στις ΗΠΑ καθώς δεν υπάρχουν ανάλογα παραδείγματα στο ελληνικό χρηματιστήριο), δεδομένου ότι και η εξαγοράσουςα εταιρεία είναι εισηγμένη (Damodaran, ό.π., σελ. 954). Ο Dow Jones US Pharmaceuticals Index beta είναι 0.58 (MSN Money, 2013). Χρησιμοποιώντας ως στόχο χρέους της ιδιωτικής επιχείρησης προς ίδια κεφάλαια, την αναλογία 15% / 85%, το beta υπολογίζεται (βλ. Κεφάλαιο 2, Παρ. 2.3.1.):

$\text{beta (Specifar)} = 0.58 (\text{unlevered}) * (1 + (1 - 25\% (\text{φορολογικός συντελεστής})) * (15\% / 85\%)) = 0.66$

Η απόδοση μηδενικού κινδύνου (Risk Free rate) λαμβάνεται ίση με 6% και το Επιτόκιο Κινδύνου (Country Risk Premium) για την Ελλάδα 10% (Damodaran, 2013).

Καθώς η Specifar είναι υπό εκτίμηση για εξαγορά υποθέτουμε ότι το κόστος του χρέους για την ιδιωτική εταιρεία θα κινηθεί προς το μέσο κόστος δανεισμού της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Το κόστος δανεισμού για τη Specifar λαμβάνεται ίσο με 1.76% (3 month LIBOR (Μάιος 2011) + 150 μονάδες βάσης) (FedPrimeRate.com, 2013). Στον παρακάτω Πίνακα παρουσιάζονται οι τιμές όλων των παραμέτρων για το DCF μοντέλο.

Πίνακας 5.1: Τιμές παραμέτρων μοντέλου DCF

Παράμετρος	Τιμή
beta (unlevered)	0.58
beta (SPECIFAR)	0.66
Στόχος χρέους/ ίδια κεφάλαια	15% / 85%
Risk Free Rate	6%
Country Risk Premium (Ελλάδα)	10%
3 Month LIBOR (Μάιος 2011)	0.2607
Κόστος δανεισμού	1.76%

Στο Παράρτημα 3 παρουσιάζεται η εφαρμογή του μοντέλου DCF (Damodaran, 2013) για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης. Από την εφαρμογή του μοντέλου η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης προκύπτει € 201.2 εκ.

5.3 Αποτίμηση Specifar βάσει πολλαπλασίων

Σε αρκετές περιπτώσεις, οι αναλυτές αποτιμούν μετοχές σε σχετική βάση, συγκρίνοντας τα πολλαπλάσια που αποτιμώνται με τα πολλαπλάσια άλλων επιχειρήσεων στον ίδιο κλάδο (Damodaran, ό.π., σελ. 25). Έτσι και η προσέγγιση που ακολουθήθηκε στην παρούσα έρευνα για την αποτίμηση της Specifar είναι η χρήση του μέσου όρου της αναλογίας τιμής προς κέρδη και η τιμή μετοχής προς τη λογιστική αξία. Δεδομένου ότι στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δεν διαπραγματεύονται εταιρείες με δραστηριότητα ανάλογη με της Specifar, προκειμένου να οριστεί ο κλάδος και να

βρεθεί ο μέσος όρος των παραπάνω πολλαπλασίων, αναζητήθηκαν παρόμοιες εταιρείες στις διεθνείς αγορές. Από τις εταιρείες που διαπραγματεύονται στις διεθνείς αγορές και είναι κατηγοριοποιημένες ως “Generic Drug Manufacturers” (Yahoo, 2013), παρουσιάζεται στο Παράρτημα 4 ο πίνακας με τους λόγους P/E και P/Bv ανά εταιρεία. Από τις εταιρείες αυτές έχουν αφαιρεθεί εκείνες που δεν έχουν πωλήσεις ή/ και παρουσιάζουν αρνητικά κέρδη. Οι μέσοι όροι που προκύπτουν από τις παραπάνω εταιρείες είναι:

- P/E = 36.75
- P/Bv = 4.39

Βάσει των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων της Specifar για το 2010/ 2011 (Παράρτημα 1):

- Τα κέρδη είναι €11.71 εκ. (2011) / €10.45 εκ. (2010)
- Η λογιστική της αξία είναι € 55.5 εκ. (2011) / € 45.3 εκ. (2010)

Άρα εφαρμόζοντας τα παραπάνω πολλαπλάσια, η αξία της επιχείρησης που προκύπτει είναι:

- Βάσει των κερδών € 430 εκ. - € 384 εκ.
- Βάσει της λογιστικής αξίας € 243.6 εκ. - € 198.9 εκ.

5.4 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

1. Damodaran Aswath, “Investment Valuation”, John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002, Chapter 2 & 35
2. Damodaran Aswath, “Living with Noise”, Seminar Presentation, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/NoiseAIMR2012.pdf>, (15/03/2013)
3. Damodaran Aswath, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, (15/03/2013)
4. FedPrimeRate.com, http://www.fedprimerate.com/libor/libor_rates_history.htm, (25/3/2013)
5. IMS Health, “Generic Medicines: Essential Contributors to the Long-Term Health of Society, (2011)
6. IOBE, “Η φαρμακευτική αγορά στην Ελλάδα: Γεγονότα και στοιχεία 2012”, Δεκέμβριος 2012
7. Mc Kinsey and Company, “Greece 10 years ahead”, September 2011
8. MSN Money, <http://investing.money.msn.com/investments/etf-list/?symbol=IHE>, (24/3/2013)

9. Multivu.com, <http://www.multivu.com/mnr/58370-watson-pharmaceuticals-acquires-actavis-group>, (25/3/2013)
10. Pinto J., Henry E., Robinson T., Stowe J., and Cohen A., "Equity Asset Valuation", John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2010, Chapter 1
11. Yahoo, <http://biz.yahoo.com/p/512conameu.html>, (16/03/2013)

Κεφάλαιο 6. Συμπεράσματα και Προτάσεις

6.1 Σύγκριση Αποτελεσμάτων Θεωρητικού Μοντέλου και Πραγματικού Τιμήματος Εξαγοράς

Στον παρακάτω Πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα της εφαρμογής των μοντέλων για την αποτίμηση της Specifar από το Κεφάλαιο 5 και το δημοσιευμένο τίμημα.

Πίνακας 6.1: Συνοπτικά αποτελέσματα αποτίμησης και πραγματικό τίμημα

	Τιμή
DCF (FCFF)	€ 201 εκ.
Multiples (P/E)	€ 384 εκ. – € 430 εκ.
Multiples (P/Bv)	€ 199 εκ. – € 244 εκ.
Τίμημα Εξαγοράς	€ 400 εκ.

Από τον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι μόνο η μέθοδος αποτίμησης χρησιμοποιώντας το πολλαπλάσιο P/E προσεγγίζει το τίμημα της εξαγοράς ενώ οι μέθοδοι με τα πολλαπλάσια P/Bv και το μοντέλο DCF δίνουν μια αρκετά χαμηλότερη αξία.

Η αποτίμηση που έγινε με το μοντέλο DCF είναι μόνο μια “stand alone” αποτίμηση της Specifar που δεν λαμβάνει υπόψη καθόλου τις συνέργιες που ανακοινώθηκε ότι αναμένονται και πιθανά premiums ελέγχου. Σχετικά με τα premiums ελέγχου, αυτά δεν αναμένεται να είναι σημαντικά καθώς στην ανακοίνωση της απόκτησης γινόταν λόγος για τις ικανότητες της σημερινής διοίκησης και το γεγονός ότι θα παραμείνει στη θέση της. Επιπρόσθετα, για να δικαιολογηθεί μια τέτοια διαφορά μεταξύ του τιμήματος και της stand alone αποτίμησης λόγω συνεργιών, και παράλληλα να μην έχει περάσει παραπάνω από το 50% της αξίας των συνεργιών στους μετόχους της Specifar, θα πρέπει οι συνολικές συνέργιες να έχουν αποτιμηθεί στα € 400 εκ., ποσό που φαίνεται εξαιρετικά υψηλό. Συμπερασματικά λοιπόν, φαίνεται ότι το τίμημα της εξαγοράς ήταν υψηλό σχετικά με την αξία που προκύπτει από το μοντέλο DCF.

6.2 Περιορισμοί Έρευνας

Η χρησιμοποίηση του μοντέλου DCF αποτίμησης για τη Specifar, σύμφωνα και με τη βιβλιογραφία (Damodaran, 2002, σελ. 22) έχει τους παρακάτω περιορισμούς.

(1) Η επιχείρηση εμπλέκεται σε εξαγορά και, σύμφωνα με τις δηλώσεις του CEO της Watson, υπάρχουν συνέργιες. Με τα διαθέσιμα δεδομένα η αξία των συνεργιών δεν μπορεί να εκτιμηθεί. Δεδομένου ότι δεν πρόκειται για εχθρική εξαγορά, μπορούμε να υποθέσουμε ότι δεν υπάρχει αλλαγή σε ταμειακές ροές και κίνδυνο.

(2) Δεδομένου ότι η Specifar είναι μη εισηγμένη, η μέτρηση του κινδύνου (για χρήση κατά την εκτίμηση των προεξοφλητικών επιτοκίων) είναι δύσκολη, δεδομένου ότι τα περισσότερα μοντέλα κινδύνου/ απόδοσης απαιτούν οι παράμετροι κινδύνου να εκτιμηθούν με βάση ιστορικές τιμές της περιουσιακών στοιχείων που αναλύονται. Επειδή δεν είναι εισηγμένοι οι τίτλοι σε ιδιωτικές επιχειρήσεις, αυτό δεν είναι δυνατό. Μια λύση είναι να εξετάσουμε το βαθμό επικινδυνότητας σε συγκρίσιμες επιχειρήσεις, οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Στο ελληνικό χρηματιστήριο δεν υπάρχει συγκρίσιμο παράδειγμα εισηγμένης φαρμακευτικής με συγκρίσιμες επιδόσεις. Η άλλη είναι να συνδεθεί το μέτρο του κινδύνου με λογιστικές μεταβλητές, οι οποίες είναι διαθέσιμες για την ιδιωτική εταιρεία.

(3) Η Specifar έχει σε ανάπτυξη γενόσημη εσομепραζόλη. Το προϊόν αυτό δεν παράγει τρέχουσες ταμειακές ροές, άρα η αξία που λαμβάνεται προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές για την επιχείρηση θα υποτιμά την πραγματική αξία της επιχείρησης. Το πρόβλημα αυτό ξεπεράστηκε κατά την εξαγορά με τη χρήση μοντέλων αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης. Ενώ η μέγιστη συνολική αξία των δικαιωμάτων αυτών δημοσιεύτηκε, δεν υπάρχουν περαιτέρω λεπτομέρειες ώστε να δημιουργηθεί ένα κατάλληλο μοντέλο στα πλαίσια της παρούσας έρευνας.

Ο υπολογισμός των παραμέτρων για την εφαρμογή του μοντέλου DCF στην αποτίμηση της Specifar, δεδομένου ότι η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη, έχει τους παρακάτω περιορισμούς:

(1) Ο συντελεστής beta που υπολογίστηκε βασίστηκε στο unlevered beta του κλάδου, ελλείπει περισσότερων στοιχείων. Κατά τη διενέργεια της προσαρμογής των unlevered beta για την μόχλευση, με τις ιδιωτικές εταιρείες, ο λόγος χρέους προς ίδια κεφάλαια που πρέπει να χρησιμοποιείται είναι μια αναλογία αξίας της αγοράς.

(2) Δεδομένης της εξέλιξης της χρηματοπιστωτικής κρίσης το επιτόκιο κινδύνου για την Ελλάδα κατά την περίοδο 2011-12 ήταν ιδιαίτερα μεταβλητό, ανάλογα και με τις εξελίξεις, οπότε η ακριβής τιμή που χρησιμοποιήθηκε κατά την αποτίμηση δεν είναι εύκολο να βρεθεί. Ανάλογα και για το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

(3) Χρησιμοποιώντας το κόστος δανεισμού της Watson, για τον υπολογισμό του κόστους χρέους της Specifar, πριμοδοτούμε την εξαγοραζόμενη εταιρεία

Επίσης, υπάρχουν τρεις ζητήματα που επηρεάζουν την εκτίμηση των ταμειακών ροών με ιδιωτικές εταιρείες (Damodaran, ό.π., σελ. 942), για τα οποία δεν υπάρχουν επαρκείς δημοσιευμένες πληροφορίες ώστε να αντιμετωπιστούν στα πλαίσια της παρούσης έρευνας. Το πρώτο είναι ότι πολλές ιδιωτικές επιχειρήσεις δεν θεωρούν επαρκούς μισθούς για τους διαχειριστές ιδιοκτήτες, δεδομένου ότι πολλοί ιδιοκτήτες δεν κάνουν διάκριση μεταξύ του εισοδήματος που λαμβάνουν τη μορφή μερισμάτων και εισόδημα που λαμβάνουν ως μισθούς. Το δεύτερο είναι η ανάμειξη των προσωπικών και επιχειρηματικών δαπανών που εμφανίζεται συχνά σε μικρές ιδιωτικές επιχειρήσεις. Το τρίτο είναι η επίδραση των φόρων στην αξία, δεδομένου ότι το καθεστώς και οι συντελεστές ατομικής φορολογίας ποικίλλουν πολύ περισσότερο από ό, τι το καθεστώς και οι συντελεστές φορολογίας των επιχειρήσεων.

Η χρησιμοποίηση πολλαπλάσιων για την αποτίμηση της Specifar έχει και αυτή κάποιους περιορισμούς (Damodaran, ό.π., σελ. 29).

(1) Δεν υπάρχουν παρεμφερείς εταιρείες που να διαπραγματεύονται στην ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά. Έτσι χρησιμοποιήθηκαν πολλαπλάσια εταιρειών από διεθνείς αγορές

(2) Στις παραπάνω εταιρείες συγκαταλέγονται πολλές με λίγη ή καθόλου έσοδα και αρνητικά τα κέρδη. Επίσης, δεδομένου ότι δεν υπάρχουν δύο επιχειρήσεις που να είναι ακριβώς παρόμοιες από άποψη Κινδύνου και Ανάπτυξης, ο ορισμός των “συγκρίσιμων” επιχειρήσεων είναι υποκειμενικός.

(3) Ένα άλλο πρόβλημα με τη χρήση των πολλαπλάσιων που βασίζονται σε συγκρίσιμες επιχειρήσεις είναι ότι βασίζεται σε λάθη που η αγορά θα μπορούσε να κάνει στην αποτίμηση αυτών των επιχειρήσεων.

(4) Τέλος, ακόμα ένα πρόβλημα είναι ότι τα πολλαπλάσια έχουν μεγάλη διασπορά κάτι που κάνει τα αποτελέσματα αμφισβητούμενα. Στην συγκεκριμένη έρευνα πάντως δεδομένου ότι χρησιμοποιείται για συγκριτικούς λόγους με τα αποτελέσματα της αποτίμησης με μοντέλο DCF, τα προβλήματα μετριάζονται (Fernandez, 2001).

6.3 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Τα παρακάτω θέματα, σχετικά και με τους περιορισμούς της παρούσης έρευνας, θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο για περαιτέρω έρευνα:

- Οι συνέργειες από την εξαγορά και η εκτίμησή τους: Για να γίνει κάτι τέτοιο θα πρέπει να αναζητηθούν πληροφορίες από τη διοίκηση της εξαγοράζουσας καθώς και συγκριτικά στοιχεία από ανάλογες εξαγορές
- Λαμβάνοντας αντίστοιχα τις σχετικές πληροφορίες από τις διοικήσεις των εμπλεκόμενων εταιρειών, η δημιουργία ενός μοντέλου αποτίμησης πιθανών απαιτήσεων για την εκτίμηση της αξίας της γενόσημης εσομειπραζόλης και η σύγκριση του θεωρητικού αποτελέσματος με το δημοσιευμένο, μέγιστο τίμημα των € 40 εκ.
- Δεδομένης της υψηλής μεταβλητότητας των επιτοκίων κατά το διάστημα 2010-12, θα μπορούσε να γίνει μια πιο λεπτομερής ανάλυση της επίδρασής τους στο κόστος κεφαλαίου, συναρτήσει του χρόνου της αποτίμησης, και τελικά στην αποτίμηση της Specificar με το μοντέλο DCF

6.4 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

1. Damodaran Aswath, "Investment Valuation", John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002, Chapter 2 & 35
2. Fernandez Pablo, "Valuation using multiples: how do analysts reach their conclusions?", Working Paper, IESE Business School, 2001

Βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

1. Brealey R., Myers S., and Marcus A., “Fundamentals of Corporate Finance”, McGraw-Hill, 3rd Edition, 2001
2. Bruner Robert, “Applied Mergers and Acquisitions”, John Wiley & Sons Inc., 2004
3. Damodaran Aswath, “Investment Valuation”, John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002
4. Damodaran Aswath, “Living with Noise”, Seminar Presentation, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/NoiseAIMR2012.pdf>, (15/03/2013)
5. Dermine Jean, “Bank Valuation: with an Application to the Implicit Duration of the Non Maturing Deposits”, Working Paper, INSEAD Business School, 2008
6. FedPrimeRate.com, http://www.fedprimerate.com/libor/libor_rates_history.htm, (25/3/2013)
7. Feldman Stanley, “Principles of Private Firm Valuation”, John Wiley & Sons Inc., 2005
8. Fernandez Pablo, “Valuing Companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories”, Working Paper, IESE Business School, 2006
9. Fernandez Pablo, “Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations”, Working Paper, IESE Business School, 2007
10. Fernandez Pablo, “Valuation using multiples: how do analysts reach their conclusions?”, Working Paper, IESE Business School, 2001
11. IMS Health, “Generic Medicines: Essential Contributors to the Long-Term Health of Society, (2011)
12. Intralinks, “Global M&A Survey”, July 2010
13. IPEV Board, “International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines”, September 2009
14. Jensen M., “The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy”, Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston, Oct. 1987, pp.102-143
15. Koller T., Goedhart M., and Wessels D., “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”, John Wiley & Sons Inc., 5th Edition, 2010, Chapter 1
16. KPMG, “Mergers and Acquisitions Global Research Report”, 1999
17. Lamb, D., “Private Company Valuation”, White Paper, Blackbaud, Inc., January 2007

18. Martynova M., and Renneboog L., “Mergers and Acquisitions in Europe”, Working Paper, University of Tilburg, 2006
19. Mc Kinsey and Company, “Greece 10 years ahead”, September 2011
20. Mergermarket, “EMEA Deal Drivers Annual Report”, 2010
21. MSN Money, <http://investing.money.msn.com/investments/etf-list/?symbol=IHE>, (24/3/2013)
22. Multivu.com, <http://www.multivu.com/mnr/58370-watson-pharmaceuticals-acquires-actavis-group>, (25/3/2013)
23. Pinto J., Henry E., Robinson T., Stowe J., and Cohen A., “Equity Asset Valuation”, John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2010
24. Rosenbaum J., and Pearl J., “Investment Banking”, John Wiley & Sons Inc., 2009
25. Specifar, <http://www.specifar.com>, (2013)
26. Wheelen L. Thomas, J. David Hunger, “Concepts in Strategic Management and Business Policy”, Pearson, 12th Edition, 2010, Chapter 4
27. Watson Inc., <http://www.watson.com>, (2011)
28. Yahoo, <http://biz.yahoo.com/p/512conameu.html>, (16/03/2013)

Ελληνική Βιβλιογραφία

1. IOBE, “Η φαρμακευτική αγορά στην Ελλάδα: Γεγονότα και στοιχεία 2012”, Δεκέμβριος 2012

Παράρτημα 1

SPECIFAR A.B.E.E.				
ΤΑ ΠΟΣΑ ΣΕ	(€)	(€)	(€)	(€)
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
ΚΑΘΑΡΑ ΠΑΓΙΑ	18.737.090	27.468.358	40.318.823	67.515.384
ΚΤΙΡΙΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	17.736.570	26.292.517	38.771.044	62.331.863
ΑΣΩΜ.ΑΚΙΝΗΤ. ΔΑΠ.ΠΟΛ.ΑΠΟΣΒ.	1.000.520	1.052.159	1.349.097	1.197.758
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ		123.683	198.681	585.764
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	0	0	0	3.400.000
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	13.386.239	18.476.818	10.993.167	16.285.680
ΕΤΟΙΜΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ	13.386.239	18.476.818	10.993.167	16.285.680
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	11.297.279	30.057.963	32.698.980	32.377.751
ΑΠΑΙΤ.ΠΕΛΑΤΩΝ ΓΡΑΜΜ.ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΑ	11.297.279	28.155.425	27.454.078	26.133.385
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	0	1.902.538	5.244.903	6.244.365
ΤΑΜΕΙΟ - ΤΡΑΠΕΖΕΣ	1.292.502	1.921.344	2.632.908	15.791.073
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	44.713.110	77.924.484	86.643.877	131.969.887
ΠΑΘΗΤΙΚΟ				
ΪΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	23.255.000	43.436.976	45.348.614	55.478.737
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΤΑΙΡΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	20.001.465	28.626.471	28.660.487	28.660.487
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	1.335.200	3.861.862	4.537.399	3.551.401
ΑΔΙΑΝ.ΚΕΡΔΗ ΣΥΣΣ. ΖΗΜΙΕΣ	1.918.335	10.948.642	12.150.728	23.266.849
ΜΕΣΟ.& ΜΑΚΡΟ. ΥΠΟΧ.& ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	5.711.926	14.433.592	20.820.009	56.229.147
ΜΕΣΟΜΑΚΡ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	5.388.972	13.406.479	19.337.480	53.849.961
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	322.954	1.027.114	1.482.530	2.379.186
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	15.746.184	20.053.915	20.475.254	20.262.004
ΟΦΕΙΛΕΣ ΣΕ ΤΡΑΠ ΔΟΣΕΙΣ ΜΑΚΡ. ΔΑΝΕΙΩΝ	8.654.777	9.665.853	6.356.167	0
ΓΡΑΜ. ΠΛΗΡΩΤ ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΠΙΣΤΩΤΕΣ	4.604.385	5.635.918	10.895.883	14.311.100
ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.487.022	4.752.145	3.223.204	5.950.904
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	44.713.110	77.924.484	86.643.877	131.969.887
	01/01/2008	01/01/2009	01/01/2010	01/01/2011
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ (ΠΩΛΗΣΕΙΣ)	48.227.769	75.069.475	82.856.750	73.514.540
ΜΕΙΟΝ ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	-31.325.075	-44.319.023	-46.970.579	-34.486.168
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	16.902.694	30.750.452	35.886.171	39.028.372
ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ ΛΟΙΠΑ ΛΕΙΤ.ΕΞΟΔΑ	86.223	0	0	0
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ	-894.685	-425.925	-923.425	-1.858.184
ΛΟΙΠΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	-15.960.244	-18.799.091	-20.227.976	-20.898.884
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	133.989	11.525.435	14.734.770	16.271.304
ΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	1.181.149	1.116.010	1.151.248	1.077.926
ΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	0	-753.880	-206.647	-888.481
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	8.317.376	4.114.453	3.915.986	3.775.556
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΜΕΣΑ ΣΤΟ ΚΟΣΤΟΣ	8.317.376	4.114.453	3.915.986	3.775.556
ΚΕΡΔΟΣ ΠΡΟ ΦΟΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	1.315.138	11.887.565	15.679.371	16.460.749
ΕΒΙΤΔΑ	9.632.514	16.002.018	19.595.357	20.236.305
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	-326.951	-3.071.099	-5.229.468	-5.641.332

Παράρτημα 2

	01/01/2009	01/01/2010	01/01/2011
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
<u>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</u>			
ΚΕΡΔΗ / (ΖΗΜΙΕΣ) ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	11.887.565,40	15.679.369,00	17.349.229,96
ΠΛΕΟΝ / (ΜΕΙΟΝ) ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΓΙΑ:			
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	3.144.893,47	2.943.072,16	2.836.766,43
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ ΠΑΓΙΩΝ	-968.659,36	-972.913,46	-938.789,97
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	1.072.665,43	1.299.002,96	2.549.392,85
ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΣΗ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ	0,00	-148.489,64	-1.109.794,95
ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΕΩΝ ΑΠΟΛΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ	-37.395,01	0,00	0,00
ΖΗΜΙΕΣ ΑΠΟ ΚΑΤΑΣΤΡΟΦΕΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	0,00	287.234,36	0,00
ΧΡΕΩΣΤΙΚΟ/ (ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ) ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΣΥΝ. ΕΞΟΔΑ/ (ΕΞΟΔΑ)	463.006,13	697.873,86	1.813.723,70
ΚΕΡΔΗ / (ΖΗΜΙΕΣ) ΑΠΟ ΠΩΛΗΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΜΕΙΩΣΗ ΠΑΓΙΩΝ	-725,00	0,00	607.616,66
ΠΛΕΟΝ / (ΜΕΙΟΝ) ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΓΙΑ ΜΕΤΑΒ. ΛΟΓ. ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ:			
ΜΕΙΩΣΗ/ (ΑΥΞΗΣΗ) ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	-5.681.530,54	6.820.134,80	-6.363.377,71
ΜΕΙΩΣΗ/ (ΑΥΞΗΣΗ) ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΠΕΛΑΤΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	-18.684.231,18	-2.947.448,22	-3.980.035,11
ΑΥΞΗΣΗ/ (ΜΕΙΩΣΗ) ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΥΠΟΧΡ.	-293.806,49	3.279.099,13	5.739.923,84
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΦΟΡΟΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	-551.046,01	-4.765.349,04	-3.292.446,24
<u>ΣΥΝΟΛΟ ΕΙΣΡΟΩΝ/ (ΕΚΡΟΩΝ) ΑΠΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</u>	<u>-9.649.263,16</u>	<u>22.171.585,91</u>	<u>15.212.209,46</u>
<u>ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</u>			
ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ, ΣΥΓΓΕΝΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,00	0,00	-3.400.000,00
ΑΓΟΡΑ ΕΝΣΩΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΑΥΛΩΝ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	-4.713.667,36	-15.718.538,21	-28.800.851,54
ΕΙΣΠΡΑΞΕΙΣ ΑΠΟ ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΕΝΣΩΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΑΥΛΩΝ ΠΑΓΙΩΝ	6.253,92	0,00	0,00
ΤΟΚΟΙ ΕΙΣΠΡΑΧΘΕΝΤΕΣ	4.805,87	21.952,82	50.515,02
<u>ΣΥΝΟΛΟ ΕΙΣΡΟΩΝ/ (ΕΚΡΟΩΝ) ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</u>	<u>-4.702.607,57</u>	<u>-15.696.585,39</u>	<u>-32.150.336,52</u>
<u>ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</u>			
ΕΙΣΠΡΑΞΕΙΣ ΑΠΟ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧ. ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ΜΕΙΟΝ ΤΑ ΕΞΟΔΑ)	8.537.029,95	-419,35	0,00
ΕΙΣΠΡΑΞΕΙΣ ΑΠΟ ΕΚΔΟΘΕΝΤΑ/ ΑΝΑΛΗΦΘΕΝΤΑ ΔΑΝΕΙΑ	16.500.000,00	10.000.000,00	47.999.929,25
ΕΞΟΦΛΗΣΕΙΣ ΔΑΝΕΙΩΝ	-13.196.994,00	-7.165.000,00	-18.470.650,00
ΕΙΣΠΡΑΞΕΙΣ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ	3.653.908,72	0,00	1.049.000,00
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΛΗΡΩΘΕΝΤΑ	0,00	-7.922.572,66	0,00
ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΗ ΕΞΟΔΑ ΚΑΤΑΒΕΒΛΗΜΕΝΑ	-513.232,27	-675.445,99	-482.026,73
<u>ΣΥΝΟΛΟ ΕΙΣΡΟΩΝ/ (ΕΚΡΟΩΝ) ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</u>	<u>14.980.712,40</u>	<u>-5.763.438,00</u>	<u>30.096.252,52</u>
<u>ΚΑΘΑΡΗ ΑΥΞΗΣΗ/ (ΜΕΙΩΣΗ) ΣΤΑ ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔ. ΧΡΗΣΗΣ</u>	<u>628.841,67</u>	<u>711.562,52</u>	<u>13.158.125,46</u>
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΧΡΗΣΗΣ	1.292.502,52	1.921.344,19	2.632.907,58
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ ΛΗΞΗΣ ΧΡΗΣΗΣ	1.921.344,19	2.632.906,71	15.791.033,04

Παράρτημα 3

Two-Stage FCFF Discount Model			
This model is designed to value a firm, with two stages of growth, an initial period of higher growth and a subsequent period of stable growth.			
For a richer version of this model, try the fcffginzu.xls spreadsheet.			
Assumptions			
1. The firm is expected to grow at a higher growth rate in the first period.			
2. The growth rate will drop at the end of the first period to the stable growth rate.			
The user has to define the following inputs:			
1. Length of high growth period			
2. Expected growth rate in earnings during the high growth period.			
3. Capital Spending, Depreciation and Working Capital needs during the high growth period.			
4. Expected growth rate in earnings during the stable growth period.			
5. Inputs for the cost of capital. (Cost of equity, Cost of debt, Weights on debt and equity)			
Inputs to the model			
Current EBIT =	16.602.795,57 €		
Current Interest Expense =	923.424,97 €		
Current Capital Spending	4.142.837,50 €	*Normalised	
Current Depreciation & Amort'n	3.915.986,00 €		
Tax Rate on Income =	25,00%		
Current Revenues =	82.856.750,00 €		
Current Non-cash Working Capital	32.796.264,00 €	42.898.863,00 €	
Chg. Working Capital =	- 10.102.599,00 €	Last year	
Cash and Marketable Securities	2.632.908,00 €		
Value of equity options issued by	- €		
Book Value of Debt =	6.356.167,00 €	9.665.853,00 €	
Book Value of Equity =	45.348.614,00 €	43.436.976,00 €	
Weights on Debt and Equity			
Is the firm publicly traded ?		No	(Yes or No)
If yes, enter the market price per share =		- €	(in currency)
& Number of shares outstanding =		0,00	(in #)
& Market Value of Debt =		6.356.167,00 €	(in currency)
If no, do you want to use the book value debt ratio ?		No	(Yes or No)
If no, enter the debt to capital ratio to be used =		15%	(in percent)
Enter length of extraordinary growth period =	10	(in years)	
Do you want to change the debt ratio in the stable growth period?		No	
If yes, enter the debt ratio for the stable growth period =		15%	

Costs of Components				
Do you want to enter cost of equity directly?	No		(Yes or No)	
If yes, enter the cost of equity =			(in percent)	
<i>If no, enter the inputs to the cost of equity</i>				
Beta of the stock =	0,6567			
Riskfree rate=	6,00%		(in percent)	
Risk Premium=	10,50%		(in percent)	
Enter the cost of debt for cost of capital calculation	1,76%		(in percent)	
Earnings Inputs				
Do you want to use the historical growth rate?	No		(Yes or No)	
If yes, enter EBIT from five years ago =	16.602.795,57 €		(in currency)	
Do you have an outside estimate of growth ?	Yes		(Yes or No)	
If yes, enter the estimated growth:	9,00%		(in percent)	
Do you want to calculate the growth rate from fundamentals?	No		(Yes or No)	
<i>The following will be the inputs to the fundamental growth formulation:</i>				
ROC =				
Reinv. Rate =				
Do you want to change any of these inputs for the high growth period?	No		(Yes or No)	
<i>If yes, specify the values for these inputs (Please enter all variables)</i>				
ROC =				
Reinv. Rate =				
<i>Specify weights to be assigned to each of these growth rates:</i>				
Historical Growth Rate =	0,00%		(in percent)	
Outside Prediction of Growth =	100,00%		(in percent)	
Fundamental Estimate of Growth =	0,00%		(in percent)	
Enter growth rate in stable growth period?	0,00%		(in percent)	
Beta				
Will the beta to change in the stable period?	No		(Yes or No)	
If yes, enter the beta for stable period =				
Will the cost of debt change in the stable period?	No		(Yes or No)	
If yes, enter the new cost of debt =			(in percent)	
Capital Spending, Depreciation & Working Capital				
Do you want all these items to grow at the same rate as earnings ?	No		(Yes or No)	
If not, enter the growth rates for each of the following items:				
	Capital Spending	Depreciation	Revenues	
High Growth	6%	6%	6%	(in percent)
Stable Growth	Do not enter	Do not enter	0%	(in percent)
Do you want to keep the current fraction of working capital to revenues?	Yes		(Yes or No)	
Specify working capital as a percent of revenues:	20%		(in percent)	
<i>Capital Spending and Depreciation in Stable Growth</i>				
Is capital spending to be offset by depreciation in stable period?	No		(Yes or No)	
Do you want your reinvestment to be computed from fundamentals?	No			
Return on captial in perpetuity	0%			
If no, do you want to enter capital expenditure as % of depreciation	20%		(in percent)	

Output from the program											
Cost of Equity =	12,90%										
Equity/(Debt+Equity) =	85,00%										
After-tax Cost of debt =	1,32%										
Debt/(Debt +Equity)=	15,00%										
Cost of Capital =	11,16%										
Current EBIT * (1 - tax rate) =	\$12.452.096,68										
- (Capital Spending - Depreciation)	226.851,50 €										
- Change in Working Capital	- 10.102.599,00 €										
Current FCFF	22.327.844,18 €										
<i>Growth Rate in Earnings per share</i>											
	<i>Growth Rate</i>	<i>Weight</i>									
Historical Growth =	0,00%	0,00%									
Outside Estimates =	9,00%	100,00%									
Fundamental Growth =	0,00%	0,00%									
<i>Weighted Average</i>	<i>9,00%</i>										
<i>Growth Rate in capital spending, depreciation and working capital</i>											
	<i>High Growth</i>	<i>Stable Growth</i>									
Growth rate in capital spending =	6,00%	Do not enter									
Growth rate in depreciation =	6,00%	Do not enter									
Growth rate in revenues =	6,00%	0,00%									
Working Capital as percent of revenues =	39,58%	(in percent)									
<i>The FCFE for the high growth phase are shown below (upto 10 years)</i>											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal Year
EBIT * (1 - tax rate)	13.572.785,38 €	14.794.336,06 €	16.125.826,31 €	17.577.150,68 €	19.159.094,24 €	20.883.412,72 €	22.762.919,86 €	24.811.582,65 €	27.044.625,09 €	29.478.641,35 €	29.478.641,35 €
- (CapEx-Depreciation)	240.462,59 €	254.890,35 €	270.183,77 €	286.394,79 €	303.578,48 €	321.793,19 €	341.100,78 €	361.566,83 €	383.260,84 €	406.256,49 €	5.610.347,61 €
-Chg. Working Capital	1.967.775,84 €	2.085.842,39 €	2.210.992,93 €	2.343.652,51 €	2.484.271,66 €	2.633.327,96 €	2.791.327,64 €	2.958.807,30 €	3.136.335,73 €	3.324.515,88 €	- €
Free Cashflow to Firm	11.364.546,95 €	12.453.603,33 €	13.644.649,61 €	14.947.103,37 €	16.371.244,10 €	17.928.291,57 €	19.630.491,45 €	21.491.208,53 €	23.525.028,52 €	25.747.868,98 €	\$35.088.988,95
Present Value	10.223.681,48 €	10.078.720,34 €	9.934.086,50 €	9.789.889,08 €	9.646.229,72 €	9.503.202,99 €	9.360.896,75 €	9.219.392,49 €	9.078.765,69 €	8.939.086,16 €	
Growth Rate in Stable Phase =	0,00%										
FCFF in Stable Phase =	35.088.988,95 €										
Cost of Equity in Stable Phase =	12,90%										
Equity/ (Equity + Debt) =	85,00%										
AT Cost of Debt in Stable Phase =	1,32%										
Debt/ (Equity + Debt) =	15,00%										
Cost of Capital in Stable Phase =	11,16%										
Present Value of FCFF in high growth phase =			95.773.951,21 €								
Present Value of Terminal Value of Firm =			109.168.052,08 €								
Value of the firm =			204.942.003,29 €								
Cash and Marketable Securities =			2.632.908,00 €								
Market Value of outstanding debt =			6.356.167,00 €								
Market Value of Equity =			201.218.744,29 €								

Παράρτημα 4

Description	P/E	Price to Book
DIL Limited	12,29	0,85
Akorn	43,69	6,66
STADA Arzneimittel AG	18,30	1,97
Instituto Rosenbusch S.A.	16,13	1,68
Comvita Limited	14,16	1,42
China Shineway Pharma.	104,77	18,61
Actavis	120,50	3,05
Mylan	20,40	3,67
Divi's Laboratories Ltd.	25,49	6,38
Guangzhou Pharmaceutical	283,97	28,25
Sihuan Pharmaceutical	131,79	17,32
Ahlcon Parenterals India Ltd.	29,47	5,54
Bal Pharma Ltd.	5,31	0,49
Supernus Pharmaceuticals	1,70	7,11
Coral Laboratories Ltd.	4,32	0,63
Merck KGaA	43,27	2,37
Teva Pharmaceutical	14,04	1,19
Salix Pharmaceuticals Ltd.	48,95	5,37
Genomma Lab Internacional	19,59	4,40
Vikram Thermo (India) Ltd.	5,40	1,76
Evotec AG	59,30	1,91
Dr. Reddy Laboratories	21,36	4,62
Link Pharma Chem Limited	6,45	0,33
Atrium Innovations	11,58	0,88
Hi Tech Pharmacial Co. Inc.	15,12	1,86
Advik Laboratories Ltd.	5,66	0,44
Neuland Laboratories Ltd.	19,15	0,64
Parabolic Drugs Ltd.	0,96	0,12
Smruthi Organics Ltd.	5,22	1,22
Nutraplus India Ltd	2,10	0,50
Tianjin Zhongxin Pharmace	13,13	2,20
Lansen Pharmaceutical	72,67	9,05
Paladin Labs	16,55	2,52